Ioana-Cristina Sechel

Comportamentul investițional al brokerilor din piața de capital românească

Presa Universitară Clujeană

Ioana-Cristina Sechel

Comportamentul investițional al brokerilor din piața de capital românească

Ioana-Cristina Sechel

Comportamentul investițional al brokerilor din piața de capital românească

Ediția a II-a revăzută și revizuită

Presa Universitară Clujeană

2020

Referenţi ştiinţifici:

Prof. univ. dr. Gheorghe Ciobanu

Prof. univ. dr. Elena Pelinescu

ISBN 978-606-37-0792-6

© 2020 Autoarea volumului. Toate drepturile rezervate. Reproducerea integrală sau parţială a textului, prin orice mijloace, fără acordul autoarei, este interzisă şi se pedepseşte conform legii.

Universitatea Babeş-Bolyai
Presa Universitară Clujeană
Director: Codruţa Săcelean
Str. Hasdeu nr. 51
400371 Cluj-Napoca, România
Tel./fax: (+40)-264-597.401
E-mail: editura@editura.ubbcluj.ro
http://www.editura.ubbcluj.ro/

Familiei mele,

Cu toată dragostea

”Experiența m-a învățat câteva lucruri. Primul este acela de a-mi asculta instinctul, indiferent de cât de bine ’sună’ ceva pe hârtie. Al doilea este că în general ești mai câștigat dacă rămâi alături de ceea ce cunoști, iar al treilea lucru este că uneori, cele mai bune investiții sunt cele pe care nu le faci”.

Donald Trump

CUPRINS

LISTA DE ABREVIERI, PRESCURTĂRI ȘI SIMBOLURI 9

LISTA FIGURILOR 10

LISTA TABELELOR 12

REZUMAT 13

INTRODUCERE 15

CAPITOLUL 1. ELEMENTE LEGATE DE COMPORTAMENTUL INVESTIȚIONAL 19
1.1. Asimetria informațională 19
1.2. Influența culturii investiționale asupra comportamentului investițional al brokerilor 21
1.3. Risc și incertitudine 23
1.3.1. Tipologia și structura riscului 24
1.3.2. Abordarea riscului de către brokeri 27
1.3.3. Atitudinea brokerilor față de risc 32

CAPITOLUL 2. FACTORI SUBIECTIVI CE INTERVIN ÎN LUAREA DECIZIEI DE INVESTIRE 35
2.1. Impulsul de moment 39
2.2. Psihologia randamentului de 10% 40
2.3. Modestia și „al 6-lea simț” 40
2.4. Acceptarea pierderilor 41
2.5. Emoții implicate în luarea deciziei de investire 41

CAPITOLUL 3. COMPORTAMENTUL BROKERILOR DIN ROMÂNIA ÎN CONDIȚII DE CRIZĂ 47
3.1. Metodologie și date 49
3.2. Temerile brokerilor 50
3.3. Percepția riscului în viziunea brokerilor 55
3.4. Nivelul acceptat al volatilității 58
3.5. Scadența investițiilor realizate 59
3.6. Recomandările brokerilor 60
3.7. Influența personalității brokerilor asupra comportamentului investițional al acestora 62
3.8. Stabilitatea, predictibilitatea și presiunea fiscală 64

CAPITOLUL 4. COMPORTAMENTUL BROKERILOR DIN ROMÂNIA ÎN CONDIȚIILE RELANSĂRII ECONOMICE 65
4.1. Temerile brokerilor 66
4.2. Percepția riscului în viziunea brokerilor 71
4.3. Nivelul acceptat al volatilității 74
4.4. Scadența investițiilor realizate 75

4.5. Recomandările brokerilor respondenți 77
4.6. Influența personalității brokerilor asupra comportamentului investițional al acestora 78
4.7. Stabilitatea, predictibilitatea și presiunea fiscală 80

CAPITOLUL 5. PROFILUL BROKERILOR DIN PIAȚA DE CAPITAL ROMÂNEASCĂ 81

CONCLUZII 95

BIBLIOGRAFIE 97

ANEXA 1 101

ANEXA 2 106

ANEXA 3 113

LISTA DE ABREVIERI, PRESCURTĂRI ȘI SIMBOLURI

ASF – Autoritatea de Supraveghere Financiară

BET – Bucharest Exchange Trading

CAC 40 – Cotation Assitee En Continu

CFD – Contracte financiare pe diferență

DAX – Deutscher Aktienindex

DJIA – Dow Jones Industrial Average

FTSE 100 – Financial Times Stock Exchange 100 Index

LISTA FIGURILOR

Figura 1–1. Coeficientul de masculinitate pentru România, SUA și Japonia 22

Figura 1–2. Coeficientul de evitare a incertitudinii în România, SUA și Japonia 23

Figura 1–3. Riscuri asociate tranzacțiilor cu produse financiare derivate 26

Figura 1–4. Funcția utilității 33

Figura 2–1. Vedere a părții stângi a creierului uman. 37

Figura 2–2. Sentimente implicate în luarea deciziei de investire pe bursele de valori 42

Figura 2–3. Emoții fundamentale și emoții opuse în viziunea lui Plutchik Robert 43

Figura 2–4. Cercul emoțiilor construit de Plutchik Robert 43

Figura 3–1. Rata inflației văzută ca temere de către brokeri în condiții de criză 51

Figura 3–2. Știrile și informațiile nefavorabile din piață văzute ca temeri de către brokeri, în condiții de criză 52

Figura 3–3. Un declin generalizat al pieței văzut ca temere de către brokeri în condiții de criză 53

Figura 3–4. Manipularea pieței văzută ca temere de către brokeri în condiții de criză 54

Figura 3–5. Aversiunea față de risc a brokerilor în condiții de criză 55

Figura 3–6. Nivelul volatilității acceptabile pentru atingerea obiectivelor în condiții de criză de către brokerii din piața de capital românească 59

Figura 3–7. Scadența investițiilor realizate de brokerii din piața de capital românească în condiții de criză 60

Figura 3–8. Recomandările investiționale ale brokerilor din piața de capital românească în condiții de criză 61

Figura 3–9. Elemente legate de personalitatea brokerilor în condiții de criză (1) 62

Figura 3–10. Elemente legate de personalitatea brokerilor în condiții de criză (2) 63

Figura 3–11. Importanța stabilității, predisctibilității și presiunii fiscale pentru brokerii din piața de capital românească în condiții de criză 64

Figura 4–1. Rata inflației văzută ca temere de către brokeri în condițiile relansării economice 66

Figura 4–2. Știrile și informațiile nefavorabile din piață văzute ca temeri de către brokeri, în condițiile relansării economice 68

Figura 4–3. Un declin generalizat al pieței văzut ca temere de către brokeri în condițiile relansării economice 69

Figura 4–4. Manipularea pieței văzută ca temere de către brokeri în condițiile relansării economice 70

Figura 4–5. Aversiunea față de risc a brokerilor în condițiile relansării economice 71

Figura 4–6. Nivelul volatilității acceptabile pentru atingerea obiectivelor investiționale în condițiile relansării economice de către brokerii din piața de capital românească 75

Figura 4–7. Scadența investițiilor realizate de brokerii din piața de capital românească în condițiile relansării economice 76

Figura 4–8. Recomandările investiționale ale brokerilor din piața de capital românească în condițiile relansării economice 77
Figura 4–9. Elemente legate de personalitatea brokerilor în condițiile relansării economice (1) 78
Figura 4–10. Elemente legate de personalitatea brokerilor în condițiile relansării economice (2) 79
Figura 4–11. Importanța stabilității, predictibilității și a presiunii fiscale pentru brokerii din piața de capital românească în condițiile relansării economice 80
Figura 5–1. Experiența brokerilor în condiții de criză și în condițiile relansării economice 81
Figura 5–2. Eficiența activității brokerilor în condiții de criză și în condițiile relansării economice 82
Figura 5–3. Aspecte importante din perspectiva randamentului investițiilor realizate în condiții de criză și în condițiile relansării economice 83
Figura 5–4. Elemente legate de personalitatea brokerilor din piața de capital românească în condiții de criză și în condițiile relansării economice 84
Figura 5–5. Frecvența legăturii cu clienții în condiții de criză și în condițiile relansării economice 85
Figura 5–6. Scadența investițiilor realizate în condiții de criză și în condițiile relansării economice 85
Figura 5–7. Nivelul volatilității preferate în piață de către brokeri în condiții de criză și în condițiile relansării economice 86
Figura 5–8. Nivelul declarat al cunoștințelor în domeniul investițiilor în condiții de criză și în condițiile relansării economice 87
Figura 5–9. Fundamentarea deciilor de investire în condiții de criză și în condițiile relansării economice 88
Figura 5–10. Preferința pentru primirea ordinelor de tranzacționare din partea clienților în condiții de criză și în condiții de relansare economică 88
Figura 5–11. Nivelul randamentului acceptabil și a pierderii acceptabile în condiții de criză și în condițiile relansării economice 89
Figura 5–12. Recomandările brokerilor în condiții de criză și în condițiile relansării economice 90
Figura 5–13. Accesul brokerilor pe piețe internaționale 91
Figura 5–14. Vârsta brokerilor în condiții de criză și în condițiile relansării economice 91
Figura 5–15. Structura pe sexe a brokerilor în condiții de criză și în condițiile relansării economice 92
Figura 5–16. Sume administrate de brokeri în condiții de criză și în condițiile relansării economice 92

LISTA TABELELOR

Tabel 2–1. Convingerile investitorilor în teorie și practică 38
Tabel 2–2. Posibilități de combinare a emoțiilor 44
Tabel 3–1. Coeficientul de corelație Spearman – aversiunea față de risc a brokerilor în condiții de criză 56
Tabel 3–2. Coeficientul de corelație Spearman – suma investițiilor în condiții de criză 57
Tabel 3–3. Coeficientul de corelație Spearman – eficiența activității în condiții de criză 57
Tabel 4–1. Valoarea coeficientului z în funcție de Skewness și Kurtosis 72
Tabel 4–2. Coeficientul de corelație Spearman – aversiunea față de risc a brokerilor în condițiile relansării economice 72
Tabel 4–3. Coeficientul de corelație Spearman – suma investițiilor în condițiile relansării economice 73
Tabel 4–4. Coeficientul de corelație Spearman – eficiența activității în condițiile relansării economice 74

REZUMAT

În contextul unei dinamici deosebite a piețelor de capital din întreaga lume, comportamentul investițional al actorilor pieței devine de un mare interes pentru întreaga piață. Am ales să analizăm comportamentul investițional al brokerilor din piața de capital românească, deoarece acesta reprezintă o temă actuală, de interes dat fiind faptul că piața de capital din România este încă fragedă, maturizarea acesteia fiind demult timp așteptată.

Am inițiat această cercetare pornind de la ipoteza că există diferențe majore în comportamentul brokerilor din piața de capital românească, dacă privim lucrurile din perspectiva a două momente diferite în timp: criza respectiv relansarea economică.

Această lucrare se axează pe studiul comportamentului investițional al brokerilor din piața de capital românească, așadar principalul scop al acesteia este de a scoate în evidență elementele care pot contura comportamentul investițional al brokerilor atât în condiții de criză cât și în condițiile relansării economice. Principalele elemente pe care le-am avut în vedere se referă la cultura investițională, percepția riscului, nivelul acceptat al volatilității, scadența investițiilor realizate, recomandările pe care brokerii le fac clienților lor dar și factori de natură subiectivă ce intervin în luarea deciziei de investire.

Așadar, obiectivul principal al lucrării este de a contura un profil al brokerilor activi în piața de capital românească prin analizarea reacțiilor lor în ceea ce privește luarea deciziei de investire în condiții de criză respectiv în condițiile relansării economice.

Pentru a atinge obiectivul fixat, am utilizat ca și metode de cercetare științifică atât inducția cât și deducția atunci când am făcut referire la observarea comportamentului investițional al brokerilor. Pe lângă acestea, cercetarea teoretică dezvoltată în acest studiu are la bază un studiu bibliografic important care cuprinde cărți și articole de referință în domeniul literaturii de specialitate. Sursele bibliografice utilizate provin din domenii diferite de interes, respectiv: economie, investiții, finanțe, management, etică, neuroeconomie sau psihologie. Pe lângă cercetarea teoretică întreprinsă, cea experimentală a făcut posibilă evidențierea elementelor definitorii ale comportamentului investițional al brokerilor. În acest sens am utilizat metoda chestionarului și a interviului astfel încât să surprindem elemente legate de comportamentul investițional al brokerilor din piața de capital românească. Un chestionar și un interviu au fost aplicate imediat după ce efectele crizei au putut fi resimțite de către brokeri, așadar rezultatele obținute în urma acestora surprind comportamentul brokerilor în condiții de criză, și un alt chestionar respectiv un alt interviu au fost aplicate după ce piața a înregistrat creșteri susținute de la un an la altul, rezultatele obținute în urma acestora surprinzând elemente legate de comportamentul brokerilor în condițiile relansării economice.

Concluziile desprinse din ultimele trei capitole sunt în unele cazuri surprinzătoare, atitudinea brokerilor fiind mult diferită față de același stimul în condiții de trend descendent și apoi ascendent. Dat fiind faptul că majoritatea actorilor pieței își fundamentează luarea deciziei de investire utilizând o logică comună, considerăm că factorii de natură subiectivă ce pot interveni asupra deciziei de investire, devin elemente cheie în conturarea profilului brokerilor.

Cuvinte cheie: *comportament investițional, luarea deciziei de investire, temerile brokerilor, asimetrie informațională, percepția riscului, profilul brokerilor, nivelul acceptat al volatilității, recomandări investiționale, emoții implicate în procesul investițional.*

INTRODUCERE

Pieţele de capital reprezintă o realitate ce poate fi întâlnită în orice economie modernă, acestea fiind caracterizate de un dinamism specific dar şi de multă inovaţie. Auzim deseori prin vocea media că pieţele de capital influenţează într-o mare măsură mediul economic în care acţionează, însă puţini sunt cei care spun şi faptul că pieţele de capital trebuie să se adapteze în mod continuu la mediul economic. Pieţele de capital oferă o multitudine de oportunităţi de câştig pentru toate categoriile de participanţi la acestea însă, în egală măsură, generează şi riscuri. Suntem de părere că această adaptare continuă la mediul economic este determinată în mare parte, de comportamentul investiţional al actorilor pieţei. Cercetarea în domeniul comportamentului investiţional al actorilor pieţei este considerată de mare interes nu doar de către mediul academic, cât mai ales de brokerii respectiv investitorii activi în piaţă. Aria de cercetare din domeniul pieţei de capital în România are încă o experienţă fragedă, ceea ce face relevantă şi deplin justificată abordarea unor cercetări în acest domeniu. Considerăm că, comportamentul investiţional al brokerilor din piaţa de capital românească reprezintă o temă actuală şi de larg interes, atât pentru actorii pieţei cât şi pentru piaţa financiară în general, deoarece cei mai vechi practicanţi ai investiţiilor în piaţa de capital românească au o experianţă de maxim 25 de ani, având în vedere faptul că Bursa de Valori Bucureşti a redevenit operaţională în luna octombrie a anului 1995.

Un fenomen interesant pentru cercetare este cel legat de internaţionalizarea pieţelor financiare respectiv a celor de capital, dar şi impactul pe care acest proces de internaţionalizare îl are asupra tuturor actorilor pieţei. Un rol deosebit de important în acest fenomen îl au diferenţele culturale între diverse economii, regiuni sau chiar cele de la nivel individual. Aceste diferenţe la nivel cultural pot fi periculoase prin consecinţele generate care se regăsesc în factorii decizionali ai indivizilor, responsabili la un moment dat de traiectoria pieţelor.

Prezenta lucrare se axează pe studiul comportamentului investiţional al brokerilor din piaţa de capital românească, aşadar **scopul** acestei cercetări constă tocmai în reliefarea celor mai relevante elemente care caracterizează comportamentul acestora atât în condiţii de criză cât şi în condiţiile relansării economice. Avem în vedere în această analiză elemente precum cultura investiţională, factori de natură subiectivă ce intervin în luarea deciziei de investire, percepţia riscului în viziunea brokerilor, nivelul acceptat al volatilităţii, scadenţa investiţiilor realizate sau recomandările acestora pentru clienţii lor, dar lista poate continua.

În ceea ce priveşte **ipoteza de lucru** pentru această cercetare, am plecat de la ideea că există diferenţe majore în comportamentul brokerilor din piaţa de capital românească, în condiţii de criză respectiv, în condiţiile relansării economice. Am considerat la început că aceste diferenţe majore sunt generate de existenţa unor discrepanţe între evoluţia economiei reale pe de o parte, şi comportamentul brokerilor, pe de altă parte.

Ca **metode de cercetare ştiinţifică**, în prezenta lucrare am utilizat atât inducţia cât şi deducţia, pentru observarea comportamentului brokerilor din piaţa de capital românească. Inducţia presupune formarea unor ipoteze după o analiză a datelor empirice, putându-se astfel ajunge la o concluzie relevantă, care evoluează de la particular spre general. În mod invers, deducţia verifică validitatea teoriilor, respectiv evoluează de la general la particular. Cercetarea teoretică are la bază un studiu bibliografic semnificativ ce cuprinde cărţi şi articole de referinţă cărora li se adaugă rapoarte, analize şi date care au fost utilizate pentru a

emite concluzii sau comentarii. Sursele bibliografice includ informații din domeniul economiei, al investițiilor, finanțelor, managementului, eticii, neuroeconomiei sau al psihologiei.

Cercetarea teoretică îmbinată cu cea experimentală a făcut posibilă reliefarea elementelor definitorii ale comportamentului investițional al brokerilor. Pentru cercetarea experimentală am utilizat metoda chestionarului și a interviului pentru a surprinde elemente legate de comportamentul investițional al persoanelor autorizate să tranzacționeze pe piața de capital din România. Chestionarele și interviurile au fost aplicate în momente în care rezultatele acestora să poată surprinde comportamentul brokerilor în condiții de criză (când trendul pieței este descrescător) și în condițiile relansării economice (când trendul pieței este crescător).

Suntem conștienți de faptul că prezenta lucrare are limitele sale. Putem spune că **limitele cercetării** se referă la faptul că tema aleasă comportă abordări complexe din perspective multiple în ceea ce privește comportamentul investițional. Aducem în acest sens ca argumente reglementarea, dereglementarea, controlul pe pieţele financiare care sunt specifice fiecărei pieţe în parte, dar și faptul că tema necesită abordări din mai multe puncte de vedere dar și din mai multe domenii precum: economie, relații internaționale, finanțe, psihologie sau management. Acest lucru reprezintă în sine o altă limită datorită capacitatii noastre de a evidenția cele mai adecvate concluzii. Cercetarea de tip explorator bazată pe analiza chestionarului presupune un anumit grad de subiectivitate, însă considerăm că pentru atingerea scopului urmărit, acela al evidențierii principalelor elemente ale comportamentului investițional al brokerilor din România, această metodă este cea mai potrivită. Ponderea mică a respondenților în ansamblul celor chestionați fac ca rezultatele să nu poată fi extinse la nivelul tuturor brokerilor, însă oferă o imagine a comportamentului respondenților, ca actori ai pieței de capital ce nu poate fi neglijată.

Pentru realizarea obiectivului propus, am pornit demersul nostru științific prin a structura informațiile pe care am intenționat să le includem în această cercetare. Prezenta lucrare este structurată pe 5 capitole, fiecăruia fiindu-i arondat un subiect specific. Astfel, în primul capitol intitulat „*Elemente legate de comportamentul investițional*" am abordat aspecte legate de asimetria informațională, influența culturii investiționale asupra comportamentului investițional al brokerilor respectiv noțiunea de risc și incertitudine în viziunea acestora. În cel de-al doilea capitol intitulat „*Factori subiectivi ce intervin în luarea deciziei de investire*" am abordat aspecte ce țin de partea subiectivă a comportamentului investițional, respectiv impulsul de moment, psihologia randamentului de 10%, modestia, al 6-lea simț, acceptarea pierderilor respectiv emoțiile implicate în luarea deciziei de investire.

Pentru a putea pune în evidență mai bine anumite diferențe în comportamentul investițional al brokerilor, am analizat mai multe reacții ale acestora în condiții de criză, în cel de-al treilea capitol „*Comportamentul brokerilor din România în condiții de criză*", respectiv: cele mai importante temeri pe care brokerii le au atunci când își stabilesc strategia investițională, percepția lor vis-a-vis de risc, nivelul acceptat al volatilității din piață, scadența investițiilor realizate, recomandările pe care aceștia le fac clienților lor respectiv importanța pe care o acordă stabilității, predictibilității și presiunii fiscale din domeniul investițiilor. Aceleași aspecte au fost analizate și în condițiile unui trend ascendent al pieței în cel de-al patrulea capitol „*Comportamentul brokerilor din România în condițiile relansării economice*". În capitolul cinci „*Profilul brokerilor din piața de capital românească*" am analizat aspectele legate de comportamentul acestora prin comparație în cele două perioade de timp. Pentru realizarea

acestor analize am utilizat bazele de date rezultate în urma chestionarelor aplicate și a interviurilor susținute[1], care au fost prelucrate utilizând programul SPSS versiunea 2.0.

Am ales ca această analiză să fie aplicată asupra brokerilor activi în piața de capital din România iar cercetarea să se efectueze doar asupra acestora deoarece interacțiunea cu investitorii din piața de capital românească era mult mai dificilă în timpul acordat acestei cercetări. Deși teoria de agent face distincție între comportamentul investițional al brokerilor și comportamentul investițional al investitorilor iar unii cercetători consideră că cele două categorii de actori nu pot avea aceleași caracteristici, suntem de părere că, în unele cazuri, nu putem să separăm concluziile pentru cele două categorii. Ne referim așadar în prezenta lucrare la comportamentul investițional al brokerilor, iar în unele situații acolo unde vom specifica acest lucru, vom extinde raționamentul și asupra comportamentului investitorilor.

Rolul comportamentului investițional al brokerilor este foarte important mai ales într-o economie în care piața de capital este abia la început de drum. În opinia noastră, modernitatea unei burse respectiv a pieței de capital este dată și de atitudinea brokerilor față de procesul investițional, de nivelul calificării lor, de experiență, personalitate sau nivelul de acceptare al riscului asociat investițiilor lor.

Ca direcții viitoare de cercetare pe care prezenta temă ni le deschide se numără: neuroeconomia și luarea deciziei de investire, extinderea cercetării privind comportamentul investițional la nivelul tuturor actorilor pieței sau testarea reacțiilor unor indivizi la diverși stimuli din perspectiva luării deciziilor de investire.

[1] Acestea pot fi regăsite în anexele lucrării.

CAPITOLUL 1.

Elemente legate de comportamentul investițional

În ultimele două decenii și jumătate, plasamentele pe piața de capital au stârnit un mare interes din partea investitorilor, datorită capacității lor de a genera randamente mari. Din păcate, în aceeași măsură putem vorbi și despre capacitatea lor de a genera pierderi la fel de mari. Mirajul câștigurilor face însă, ca posibilitatea marcării unor pierderi să fie trecută de multe ori cu vederea. Riscul, posibilitatea și probabilitatea manifestării acestuia trebuie luate în considerare atunci când este luată decizia de investire pe piața de capital. De la începutul anilor '90, oamenii de știință și-au orientat atenția spre un domeniu relativ recent de cercetare – neuroeconomia, aceasta având ca principal obiect de studiu perceperea riscului de către investitori, cuantificarea acestuia dar și determinarea probabilității de producere a acestuia.

De cele mai multe ori, în practica investițiilor la bursă, investitorii își plasează sumele utilizând o logică comună majorității participanților la piață. Luarea deciziei de investire pe piața de capital se dovedește a fi una foarte dificil de luat, deoarece ceea ce se întâmplă în mod practic în procesul de luare a deciziei de investire, stă în mintea celui care o ia precum și a modului de gândire al acestuia.

Teoria piețelor eficiente afirmă că pe o piață eficientă acționează investitori raționali, care manifestă aversiune față de risc, iar prețurile din piață reflectă în mod obligatoriu toate informațiile disponibile la un moment dat (Bodie, Kane, & Marcus, 2014, p. 388). Cu toate acestea, la nivelul pieței reale lucrurile nu stau întocmai așa. Este cunoscut faptul că piața nu este perfectă, iar la nivelul investitorilor se pot identifica o multitudine de deosebiri, cum ar fi volumul informațiilor la care investitorii au acces, faptul că există o asimetrie informațională pe piața bursieră, influența culturii investiționale asupra comportamentului de investire al brokerilor, comportamentul față de nivelul riscului asumat sau orizontul de timp pentru care este realizată o investiție. Oricare dintre aceste aspecte poate fi considerat un obiectiv propriu oricărui investitor.

1.1. Asimetria informațională

Conform teoriei piețelor eficiente, toate informațiile disponibile asupra unui eveniment sunt reflectate în preț (Fama, Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work, 1970). Eugene Fama, inițiatorul teoriei piețelor eficiente ia în considerare trei forme ale eficienței informaționale (Fama, Efficient capital market: II, 1991):

- *Forma slabă*, respectiv *eficiența slabă* potrivit căreia prețul unui activ încorporează toate informațiile și evenimentele trecute ce fac referire la acesta.
- *Forma semi-puternică*, respectiv *eficiența semi-forte* potrivit căreia prețul unui activ încorporează pe lângă informațiile trecute și pe cele prezente.
- *Forma puternică*, respectiv *eficiența forte* potrivit căreia prețul unui activ încorporează pe lângă informațiile trecute și prezente și pe cele cu caracter privat, confidențial sau privilegiat.

În practica tranzacțiilor cu titluri financiare listate la bursă, putem identifica asimetria informațională atunci când unii participanți la piață au acces restricționat la aceasta. Cu alte cuvinte, acest lucru înseamnă că nu toți participanții dețin aceleași informații în același timp, la un moment dat în piață.

Stabilitatea piețelor financiare poate fi pusă în mare dificultate dacă analizăm lucrurile din perspectiva asimetriei informaționale (Bodie, Kane, & Marcus, 2014, p. 374). Aceasta din urmă poate lua forma hazardului moral, a selecției adverse sau a comportamentului de turmă.

Hazardul moral se referă la situația în care unul dintre participanții la tranzacție se comportă diferit în condiții fără risc față de cum s-ar comporta în cazul în care ar fi expus la risc (Sahi, Arora, & Dhameja, 2013). Hazardul moral ca asimetrie informațională poate fi observat după momentul în care are loc încheierea tranzacției. În piața financiară, acesta poate fi observat mai ușor pe piața obligațiunilor, unde este dat de riscul pe care debitorul și l-ar putea asuma în tranzacții așa-numite imorale de către creditor, aceasta deoarece se diminuează șansele ca împrumutul să fie rambursat.

Din perspectiva unor autori, hazardul moral ar trebui privit drept consecință a încheierii tranzacției. Acest rezultat poate fi delimitat între două componente: acțiunea ascunsă respectiv informația ascunsă (Mionel (Pană), 2010, p. 219). Acțiunea ascunsă se referă la posibilitatea ca un participant la tranzacție să se dezică de obligația respectării contractului (a condițiilor tranzacției) și să nu mai respecte astfel condițiile contractuale. Informația ascunsă, spre deosebire de prima, se referă la situațiile în care unul dintre cei doi participanți la tranzacție deține o informație pe care cealaltă parte nu o cunoaște, și pe care o va utiliza atunci când interesele lor vor fi divergente.

Noțiunea de ***selecție adversă*** este utilizată în economie pentru a reliefa procesul prin care se obțin rezultate negative atunci când cumpărătorii respectiv vânzătorii dețin informații asimetrice (adică informațiile deținute de fiecare sunt diferite). În acest caz, cele mai nepotrivite produse financiare sunt mai susceptibile de a fi selectate de către participanții la piața financiară.

Selecția adversă poate fi privită și ca deținere incompletă a unor informații privind bonitatea clienților, atunci când este vorba despre creditorii de pe piața financiară (Bako, 2006, p. 76). Datorită faptului că creditorii nu pot evalua întotdeauna complet bonitatea debitorilor, aceștia vor plăti prețul din piață pentru titlul financiar vizat.

Efectul de turmă cunoscut și sub denumirea de comportament de turmă (*herd effect*) se referă la un specific al comportamentului uman, determinat în principal de dorința oamenilor de a aparține unui grup. S-a constatat că efectul de turmă devine mai accentuat în perioadele de nesiguranță, respectiv în perioadele de criză dacă facem referire la piețele financiare (Dong, Gu, & Han, 2010).

În investițiile la bursă, efectul de turmă poate fi observat atunci când, ca urmare a unor știri pozitive însă nu extrem de importante, cursul titlurilor listate crește mai mult decât ar fi normal. Efectul de turmă este determinat în acest caz de stimularea cumpărătorilor și antrenarea acestora în tranzacțiile de cumpărare (Chang, 2013).

Efectul de turmă poate deveni însă foarte periculos în tranzacționarea la bursă, deoarece acesta antrenează reacțiile și atitudinile mai multor investitori în aceeași direcție. Așadar pe trend pozitiv, efectul de turmă resimțit în piețele financiare accentuează trendul ascendent. În mod similar, pe trend negativ, efectul de turmă resimțit în piețele financiare accentuează scăderile (Cipriani & Guarino, 2009).

1.2. Influența culturii investiționale asupra comportamentului investițional al brokerilor

Este cunoscut faptul că, cultura indivizilor este diferită de la o regiune la alta, de la o țară la alta, așadar valorile societății diferă și ele foarte mult în funcție de regiune. În mod evident, cultura investițională a indivizilor se aliniază aceloraşi rigori.

Geert Hoftede definește cultura ca fiind programarea colectivă a gândirii, care distinge între membrii unui grup față de membrii altuia. În cele ce urmează ne interesează exclusiv partea referitoare la cultura investițională în diferitele state ale lumii.

Într-un studiu extrem de elaborat, Geert Hofstede analizează caracteristicile culturale ale indivizilor din peste 70 de țări și găsește ca relevante cinci dimensiuni prin prisma cărora pot fi desprinse diferențele culturale între țări. Astfel, acesta vorbește despre: ecartul puterii, individualism, masculinitate, evitarea incertitudinii și orientarea pe termen lung. Din punctul nostru de vedere, din cele enumerate, masculinitarea respectiv evitarea incertitudinii sunt dimensiunile care pot caracteriza cel mai bine un mediu investițional într-o anumită țară.

Există diferențe între un comportament masculin și unul feminin, care în opinia lui Hofstede, se reflectă asupra culturii, inclusiv a celei investiționale. Astfel, societățile masculine se caracterizează printr-un comportament de dominare respectiv de afirmare, în timp ce societățile feminine se caracterizează prin modestie și o ambiție ceva mai redusă.

Referitor la mediul investițional, masculinitatea este văzută ca dorință de afirmare și sporire a averii. Cele mai importante caracteristici ale unei culturi *puternic masculine* se referă la faptul că (Hofstede, 2015):

- deciziile sunt luate în mod individual;
- managerii sunt decișI și agresivi (extrapolat investițiilor la bursă, investitorii sunt decișI și agresivi);
- accentul se pune pe rezultatele obținute (extrapolat investițiilor la bursă, ceea ce contează în final este randamentul obținut);

Corelat mediului investițional, cele mai importante caracteristici ale unei culturi *puternic fenimine* se referă la faptul că (Hofstede, 2015):

- rezolvarea conflictelor presupune compromis și negociere (tranzacțiile se încheie în urma unui act de negociere);
- deciziile sunt luate colectiv (extrapolat investițiilor la bursă, această caracteristică poate duce la un comportament de turmă).

În categoria culturilor masculine putem include țări precum: Slovacia, Japonia, Ungaria, Austria, Germania, Polonia, Statele Unite ale Americii sau Australia. Dintre cele mai feminine culturi, din pespectiva lui Hofstede se remarcă: Suedia, Norvegia, Olanda, Danemarca, Finlanda sau Estonia.

Alegem să realizăm o comparație a valorilor acestei dimensiuni, pentru România, Statele Unite ale Americii și Japonia. Valorile coeficientului de masculinitate pentru cele trei state: România, Statele Unite ale Americii și Japonia, sunt prezentate în figura următoare:

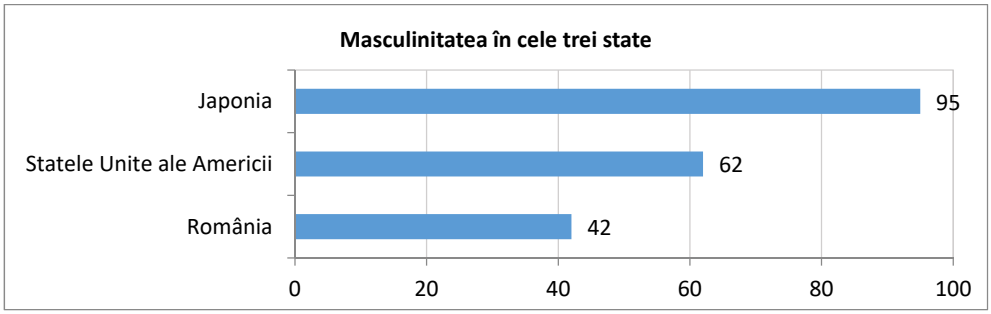


Figura 1-1. ***Coeficientul de masculinitate pentru România, SUA și Japonia***
Sursa: prelucrare după date furnizate de (Hofstede, 2015): www.geert-hofstede.com

Din această figură putem deduce faptul că, cultura românească este caracterizată mai degrabă de feminitate decât de masculinitate, din pespectiva rezultatului acestui coeficient. Aceasta cel puțin din perspectiva comparației cu Statele Unite ale Americii și Japonia. Cele două state luate în considerare pentru comparație înregistrează valori net superioare ale acestui coeficient față de România. Cultura românească este considerată astfel o cultură relativ feminină, în care accentul este pus pe faptul că munca este întreprinsă pentru a putea trăi, iar ceea ce contează cel mai mult este solidaritatea și calitatea vieții profesionale.

Dimensiunea evitării incertitudinii reprezintă, în viziunea lui Hofstede, o variabilă care poate face diferența între diversele state ale lumii. Evitarea incertitudinii vizează modul în care indivizii gestionează situațiile imprevizibile, ambigue, de incertitudine. Evitarea incertitudinii este măsurată cu ajutorul unui coeficient care arată în ce măsură indivizii se simt amenințați de situațiile de incertitudine.

O valoare ridicată a acestui coeficient arată faptul că indivizii nu tolerează ușor situațiile de incertitudine, fiind orientați cu precădere către acceptarea unor reguli, legi și instituirea unor măsuri de control care să facă posibilă reducerea gradului de incertitudine.

În mod invers, o valoare mai scăzută a acestui coeficient arată faptul că indivizilor nu le este teamă de incertitudine, având un grad ridicat de toleranță la risc. Caracteristic acestor culturi este faptul că acceptă mult mai ușor situațiile riscante.

În categoria țărilor care manifestă un grad sporit de evitare a incertitudinii se numără: Grecia, Portugalia, Rusia, Polonia, Japonia, România, iar dintre țările cu tendință de acceptare a situațiilor incerte se numără: Singapore, Jamaica, Suedia, Marea Britanie, Irlanda sau China.

Alegem în continuare să realizăm o comparație a valorilor acestei dimensiuni, pentru aceleași state: România, Statele Unite ale Americii și Japonia. Valorile coeficientului de evitare a incertitudinii pentru cele trei state sunt prezentate în figura următoare:

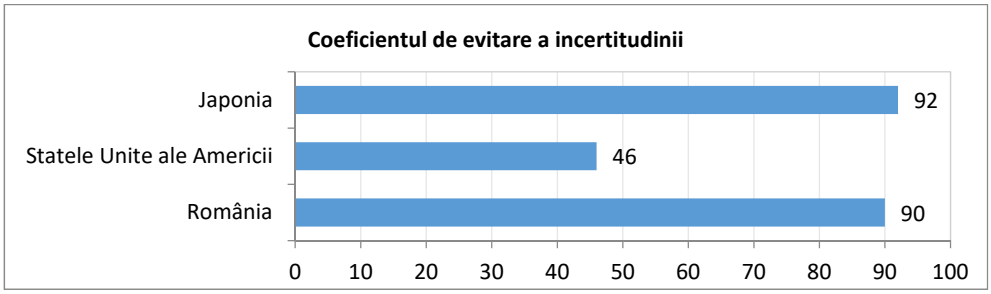


Figura 1-2. ***Coeficientul de evitare a incertitudinii în România, SUA și Japonia***
Sursa: prelucrare după date furnizate de (Hofstede, 2015): www.geert-hofstede.com

În ceea ce privește cultura românească, coeficientul de evitare a incertitudinii arată faptul că aceasta manifestă un grad ridicat de evitare a incertitudinii, ceea ce înseamnă că aici este preferată implementarea unor reguli și legi rigide care să ghideze societatea în ansamblul ei. În comparația noastră, la polul opus se situează Statele Unite ale Americii, unde societatea nu simte nevoia implementării unor reguli stricte și unde sunt preferate deciziile individuale cu un risc asociat ridicat în fața deciziilor colective, de grup.

1.3. Risc și incertitudine

Pentru investițiile în instrumente financiare, riscul este elementul major în jurul căruia se construiește întreaga decizie de investire. În funcție de probabilitatea, respectiv posibilitatea de apariție a riscului, luarea deciziei de investire devine una extrem de dificil de luat (Shah & Verma, 2011). Însă cine este acela care ne poate oferi un nivel credibil al riscului asociat unei astfel de investiții? Răspunsul la această întrebare se află, desigur la fiecare dintre investitori respectiv brokeri, aceasta datorită faptului că fiecare individ în parte are propria sa concepție și scară de evaluare a riscului. Ceea ce poate fi considerat de unii o investiție extrem de riscantă, poate fi perceput de către alții ca fiind o investiție cu risc asociat acceptabil (Stanyer, 2014, p. 3).

Riscul reprezintă o noțiune extrem de complexă, dacă o analizăm în corelație cu luarea deciziei de investire în piața de capital. Acesta se poate manifesta sub diverse forme, ca de exemplu falimentul unor companii listate la cota bursei, instabilitate legislativă în domeniul investițiilor în piața de capital, instabilitatea politicii monetare, apariția și expansiunea unor crize, iar lista poate continua.

Riscul există în absolut orice domeniu, fiind așadar omniprezent. În cel mai larg sens, riscul reprezintă probabilitatea de a pierde ceva. Transpus investițiilor pe bursă, riscul reprezintă probabilitatea ca cei care acționează pe această piață să obțină mai puțin decât au estimat în momentul inițierii tranzacției.

Astfel, pentru a putea evalua dacă o investiție este riscantă sau nu, cei direct implicați în luarea deciziei trebuie să cunoască și să fie conștienți de efectele ce pot rezulta în urma producerii unui eveniment. O noțiune apropiată ca semnificație de cea a riscului este aceea a incertitudinii însă, în acest caz, efectele nefavorabile posibil a se produce în urma manifestării unui eveniment nu mai sunt cuantificabile (Mionel (Pană), 2010, p. 201).

Marea majoritate a brokerilor leagă noțiunea de risc de aceea de câștig potențial, aceasta conform principiului că orice investitor își asumă un risc suplimentar în ceea ce privește investiția sa, atâta timp cât acesta are posibilitatea acoperirii acelui risc cu un câștig pe măsură (mai mare) (Goldfarb & Barrett, 2010) (Ciobanu & Sechel, 2012).

În mintea oricărui broker din piața de capital, noțiunea de risc presupune în mod aproape direct o pierdere potențială, în condițiile în care un eveniment se derulează în sens opus așteptărilor acestuia. Însă, mai mult decât atât, acesta ar trebui privit deopotrivă și ca o sursă de oportunități, pentru că o piață oferă în permanență șanse suplimentare de câștig. Nivelul riscurilor și al oportunităților de câștig variază pe piață în funcție de volatilitatea acesteia, astfel creșterea prețurilor, respectiv scăderea acestora, determină ceea ce numim în mod uzual câștigurile și pierderile celor care investesc în această piață (Geng, Lin, & Whinston, 2009).

Cele mai multe dintre deciziile investitorilor sunt luate în condiții de risc.

Incertitudinea ca noțiune, se apropie destul de mult de cea a riscului, însă în cazul incertitudinii efectele nefavorabile, indezirabile și posibil a se produce ca urmare a manifestării unui eveniment, nu mai pot fi cuantificate (Mionel (Pană), 2010, p. 201) (Cabrales, Gossner, & Serrano, 2013).

1.3.1. Tipologia și structura riscului

În funcție de instrumentele financiare tranzacționate, brokerii și actorii piețelor de capital își asumă o multitudine de riscuri asociate acestora.

Riscurile asociate pieței acțiunilor sunt în special legate de factorii determinanți ai prețului, însă un element foarte important în evaluarea riscurilor investițiilor în acțiuni, se referă la variabilitatea rezultatelor companiilor emitente de acțiuni. Această variabilitate a rezultatelor companiilor emitente, trebuie văzută atât ca sursă generatoare de profit (în cazul în care rezultatele obținute sunt peste așteptările pieței, actorii pieței care reprezintă cererea urcând astfel prețul acțiunilor), cât și ca potențial factor de risc (în cazul în care intervin elemente negative neprevăzute).

Riscul modificării prețului [2], în sensul scăderii acestuia pe piața acțiunilor, se concretizează în evaluarea acțiunilor de către actorii pieței acțiunilor în cauză, la un preț tot mai mic. Scăderea prețului în acest caz reprezintă un risc substanțial al investitorilor în astfel de titluri financiare, un preț posibil de vânzare fiind astfel mai mic. Legat direct de problematica variabilității rezultatelor companiilor, un alt risc ce trebuie luat în calcul de către investitorii în acțiuni este legat de *nivelul dividendelor*. În cazul unor rezultate sub așteptări, rata de dividend va fi și ea una mai mică, fiind afectați în acest caz, în special, investitorii care au realizat respectiva investiție cu scopul obținerii de dividende, dar și toți ceilalți investitori care au acest drept.

Riscul de insolvabilitate respectiv de faliment al companiei emitente, este dat de posibilitatea ca în urma falimentului, investitorii să piardă întreaga sumă investită, deoarece aceștia sunt ultimii care vor beneficia de despăgubiri, în acest caz.

[2] Modificarea prețului în sensul scăderii acestuia, atât datorită obținerii unor rezultate sub așteptările pieței, cât și datorită influenței multitudinii de factori care au drept consecință scăderea prețului acțiunilor.

Riscurile asociate pieței obligațiunilor, sunt direct legate de factorii determinanți ai prețurilor acestor titluri. Așadar, *riscul asociat ratei dobânzii* este dat de posibilitatea ca ratele dobânzii să determine o scădere a valorii obligațiunilor. Însă, în cazul în care avem de a face cu rate ale dobânzilor în scădere pe perioada derulării împrumutului, deținătorul obligațiunii ar putea iniția o operațiune de vânzare a acesteia și astfel el să încaseze un randament mai mare decât dacă ar fi așteptat până la scadență rambursarea împrumutului.

Riscul asociat inflației este dat de situația în care rata inflației are tendință crescătoare după ce seria de obligațiuni a fost emisă, caz în care emitentul nu va mai recalcula datoria sa, acesta urmând să ramburseze împrumutul la valoarea nominală.

Riscul de neplată din partea emitentului se referă la posibilitatea ca emitentul să nu își mai poată onora obligațiile financiare față de creditorii săi, poate chiar să intre în insolvență, însă în acest sens, un rol deosebit îl au agențiile de rating financiar care, înainte de lansarea unei emisiuni de obligațiuni, evaluează starea financiară a emitentului și îl încadrează unei clase de risc.

Riscurile asociate tranzacțiilor cu produse derivate sunt în mare parte aceleași cu riscurile pe care le presupune orice tranzacție cu instrumente financiare. Cu toate acestea, prin specificul tranzacțiilor cu produse derivate, ele presupun un control mai riguros al riscurilor asociate. Cele mai importante patru riscuri asociate tranzacțiilor cu derivate se referă la: riscul de credit, riscul de piață, riscuri operaționale și riscuri strategice.

Riscul de credit se referă la faptul că una dintre părțile contractului să nu își onoreze obligațiile. Pentru acele instrumente financiare care sunt tranzacționate la bursă, riscul de credit poate fi considerat minim, aceasta pentru că toate tranzacțiile încheiate în mediul reglementat sunt compensate de o Casă de Clearing (casă de compensare). Casa de Clearing se bucură de o credibilitate deosebită în rândul investitorilor, pentru că aceasta aplică o acoperire a riscului prin intermediul marjelor practicate.

Riscul de piață apare în urma unor modificări în valoarea unui contract, cauzate de modificările nivelului sau volatilitatea prețului din piață al activului suport. Riscul de piață a făcut ca produsele derivate să cunoască o diversificare atât de amplă. Produsele derivate sunt cu precădere utilizate pentru a beneficia (sau pentru a proteja) investitorii de modificările nefavorabile de preț. Datorită efectului de levier pe care aceste produse îl presupune, atât pierderile cât și profiturile pot fi foarte mari, granița dintre acestea fiind relativă. Riscurile de piață sunt gestionate de către investitori prin așa-numita marcare la piață, prin care se realizează ajustarea contului în funcție de prețurile din piață, la un moment dat.

De aceeași importanță ca riscul de piață este și *riscul de lichiditate*. Acesta poate face ca, datorită unor condiții nefavorabile deosebite ale pieței, Casa de Clearing să nu poată compesa pozițiile din piață, sau să le compenseze mult în afara unui interval preconizat. Riscul de lichiditate se referă și la posibilitatea ca investitorii să nu își poată îndeplini obligațiile de plată privitoare la marjele necesare (respectiv apelurile în marjă la care trebuie să răspundă).

Riscul operațional se referă la probleme de reglementare, probleme juridice sau la anumite deficiențe ale sistemului de tranzacționare, de control sau supraveghere.

Riscul strategic survine ca urmare a tranzacționării cu parteneri inadecvați, a interpretării incorecte a unor informații, a costurilor exagerate, etc.

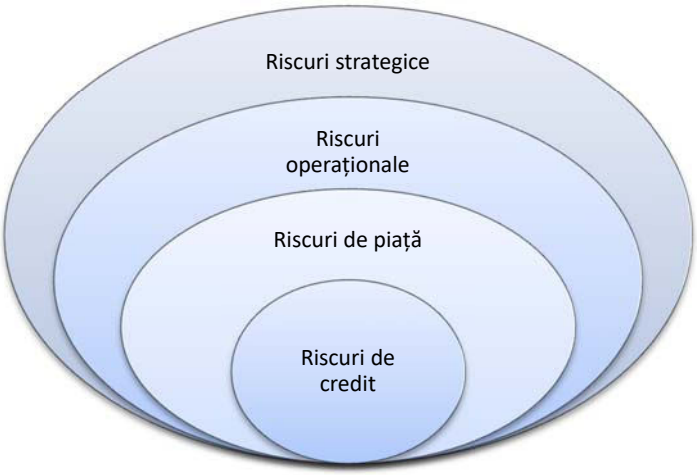


Figura 1-3. ***Riscuri asociate tranzacțiilor cu produse financiare derivate***
Sursa: (Reuters, 2001, p. 176)

Tranzacționarea contractelor financiare pe diferență comportă în egală masură riscuri semnificative, dintre acestea putem aminti:

- *Impactul negativ al efectului de levier*. Efectul de levier poate genera deopotrivă avantaje dar și riscuri pe măsură. Efectul de levier dă posibilitatea obținerii unor câștiguri mari utilizând o investiție mică, însă implică și riscuri imense raportat la suma investită.
- *Pierderile ce pot rezulta din urma tranzacțiilor cu CFD sunt practic nelimitate* [3]. Ne referim în acest caz, de exemplu la o poziție short angajată pentru care prețul activului suport poate crește teoretic până la infinit; în acest caz pierderea devine una nelimitată teoretic, atâta timp cât investitorul nu va lichida poziția în cauză.
- *Riscul pentru solicitarea unor apeluri în marjă suplimentare.* Ori de câte ori contul unui investitor va fi deficitar în urma marcării la piață, acesta va fi solicitat să acopere cu noi sume de bani acest deficit.
- *Riscul de lichiditate* poate determina pierderi semnificative pentru investitorii care acționează pe o piață mai puțin lichidă, pentru că pe o astfel de piață va fi foarte dificilă lichidarea pozițiilor deja angajate[4].

Pe lângă riscurile enumerate deja, am mai putea vorbi și despre o categorie distinctă a acestuia, *riscul global*. Acesta este extrem de dificil de evitat, dacă nu chiar imposibil. Exemple în acest caz pot fi: terorismul la nivel global sau riscul politic, acestea generând

[3] În această afirmație limita este dată de cazul în care am avea în vedere poziții long angajate iar prețul pentru activul suport ar scădea dramatic. Însă prețul unui activ nu poate, în mod practic scădea mai mult de 0 (zero). Așadar, la un preț nul al activului suport, s-ar situa și pierderea maximă pentru un astfel de contract. Desigur exemplul dat este unul extrem, cu toate că, în istorie pot fi găsite și astfel de exemple (ex. acțiunile Lehman Brothers și derivatele formate cu activ suport pe acestea).

[4] Era și cazul bursei din Sibiu, care deși oferea spre tranzacționare mai multe categorii de produse financiare derivate, lichiditatea pe unele dintre acestea a fost extrem de redusă, putând exista chiar și luni întregi în care nu se realiza nici o singură tranzacție cu aceste produse.

serioase sentimente de insecuritate din partea tuturor participanților la piață (Bosman & Van Winden, 2010).

1.3.2. Abordarea riscului de către brokeri

Apariția și dezvoltarea piețelor derivate după anii 1980 a determinat apariția nevoii investitorilor pentru protecție împotriva riscului de preț sau a riscului valutar. În fapt, scopul în sine al tranzacționării instrumentelor derivate este de a asigura din timp un preț ferm pentru activul suport pe care investitorii îl vor tranzacționa în viitor (Ancuța, Cipariu, Aleman, & Cozgarea, 2009, p. 67). Strategiile de acoperire a riscului se referă la inițierea unor operațiuni pe piața la termen: hedging, arbitraj sau tranzacții spread.

Operațiunile de hedging sunt operațiuni de acoperire a riscului de preț, hadgerii fiind cei care utilizează și desfășoară acest gen de operațiuni. Scopul în sine al acestor operațiuni este de a fixa din timp un anumit preț (stabilit) pentru activele suport pe care urmează să le tranzacționeze în viitor. Hedgingul presupune preluarea unei poziții pe piața futures opusă față de poziția deținută pe piața la vedere (Bernstein, 2000, p. 101). Prin inițierea unei operațiuni de hedging riscul este transferat de la producători (în cazul mărfurilor) sau beneficiari înspre speculatori.

Hedgerii [5] sunt cei care urmăresc îndeaproape orice mișcare de preț a activului suport al investițiilor lor și au în vedere previziunile privind evoluția viitoare posibilă a acestor active. Hedgingul este considerat în literatura de specialitate ca fiind o strategie defensivă de protecție împotriva modificărilor nefavorabile de preț (de curs, în unele cazuri), care este făcută în mod conștient de către hedgeri pentru a-și minimiza riscul la care se expun pe piață.

Orice strategie de hedging presupune cel puțin două tranzacții. Astfel, în prima fază, un investitor va iniția o tranzacție pe piața spot (piața la vedere) fie ea de cumpărare fie de vânzare pentru un activ, după care va deschide o poziție (sau mai multe) pe piața futures, astfel încât prin aceasta va anula eventualele pierderi generate de tranzacția de pe piața spot. Se cunoaște faptul că cele două prețuri, spot și futures pentru același activ, nu sunt egale. Cel mai important aspect pe care hedgerii îl iau în analiza acțiunii lor este *basis-ul,* care reprezintă diferența dintre prețul spot al activului și prețul futures al acestuia. Odată cu trecerea timpului și cu apropierea scadenței pentru contractele futures, acest basis se îngustează foarte mult, pentru că cele două prețuri converg. S-a demonstrat faptul că basis-ul tinde să fie mai stabil decât prețurile spot sau futures, tocmai pentru că acesta se calculează ca diferență între cele două. Utilizând această diferență între cele două niveluri ale cotațiilor, hedgerii își vor compensa o poziție deținută pe piața spot prin inițierea unei poziții de aceeași dimensiune dar de sens opus pe o altă piață. Efectul pe care această compensare îl va avea constă în reducerea sau chiar eliminarea efectelor modificării în valoare ale celor două poziții. Este de preferat ca piețele pe care hedgerii acționează să fie paralele, în sensul că acestea să păstreze anumite diferențe privind nivelul prețurilor între ele pe parcursul timpului.

Din punct de vedere al nivelului de risc asumat, putem întâlni operațiuni de *hedging complet*, care neutralizează practic riscul, sau *hedging parțial* care neutralizează doar o parte

[5] Hedgerii pot fi persoane fizice, cu precădere investitori experimentați, oameni de afaceri, sau persoane juridice ca de exemplu companii, fonduri de orice fel, etc.

a riscului (în funcție de nivelul angajat al celei de a doua tranzacții). Hedgingul parțial oferă așadar o acoperire incompletă, însă de multe ori acest aspect se poate transforma într-un avantaj, de exemplu atunci când investitorul anticipează greșit trendul viitor al pieței iar câștigul din contul său depășește pierderea din tranzacțiile de hedging.

Dacă luăm în considerare toleranța investitorilor la risc, putem întâlni hedging static sau dinamic. *Hedgingul static* presupune inițierea tranzacției de hedging și păstrarea acesteia pe toată perioada angajată, indiferent de evoluția ulterioară a pieței. Spre deosebire de hedgingul static, cel *dinamic* presupune o abordarea mai dinamică, după cum ne sugerează și denumirea, adică investitorul va lichida poziția de acoperire înainte de scadență dacă constată că evenimentele nedorite pentru care s-a acoperit, nu se vor mai produce, sau există o probabilitate foarte mică ca acestea să se mai producă.

Operațiunile de hedging pot fi clasificate și în funcție de activul suport ce stă la baza acestora, astfel putem întâlni: hedging valutar, hedging cu mărfuri sau hedging de portofoliu.

Hedgingul cu mărfuri constă în combinarea unei vânzări sau cumpărări imediat executabile (cea cu marfă fizică) cu o operațiune la termen executabilă la o dată ulterioară (Ciobanu, și alții, 2004, p. 59). *Hedgingul valutar* este utilizat cu precădere de firmele de comerț internațional. Riscul acestora constă în faptul că, cursul de schimb al monedei naționale față de valuta contractului poate suferi modificări majore între momentul realizării tranzacției (momentul semnării contractului) și momentul plății efective. Acest risc poate genera pierderi considerabile, în funcție de poziția pe care o are investitorul. Hedgingul valutar se realizează pe piața valutară la termen și are ca obiectiv acoperirea riscului valutar rezultat ca urmare a modificării cursului de schimb al monedei contractului.

Costurile hedging-ului sunt relativ reduse și presupun 2 componente: o sumă de bani, sub forma unei marje care de cele mai multe ori nu depășește 5% din valoarea contractului[6].

Hedgingul de portofoliu este utilizat de către acționari pentru a păstra valoarea portofoliilor lor în perioade în care piața spot scade generalizat, dar care nu vor să piardă beneficiile aduse de deținerea acțiunilor respective, cum ar fi: dreptul la vot, la dividende, dreptul la acțiuni preferențiale, sau de a participa la majorări de capital social prin atribuirea de acțiuni gratuite, etc. Astfel, după o perioadă susținută de creșteri pentru o anumită acțiune, analizele de piață previzionează o corecție semnificativă a prețului respectivei acțiuni, deținătorul acesteia își va putea marca profitul fără să vândă efectiv acțiunea. El va iniția o poziție short în piața futures, de valoare egală cu cea a portofoliului pe care dorește să îl protejeze, păstrându-și astfel atât acțiunile cât și profitul.

Mecanismul de acoperire a riscului prin intermediul **arbitrajului** presupune inițierea a două operațiuni simultane, una de cumpărare și una de vânzare pentru același tip de activ în două piețe diferite (în principiu pe o piață spot și una futures[7]). Scopul inițierii celor două operațiuni este de a profita de diferențele de preț ce apar la un moment dat, pentru produsele de tranzacționare similare, pe piețe diferite (Buffett & Clark, 2010, p. 17). Arbitrajul se bazează așadar, pe urmărirea diferențelor de preț pentru un instrument (identic sau similar) care este tranzacționat pe mai multe piețe (în principiu, cel puțin două).

[6] Ne putem aduce aminte de anul 2007 când leul s-a apreciat destul de puternic, iar exportatorii au fost afectați pentru că încasau contravaloarea mărfurilor în euro. Acest lucru nu se întâmpla dacă ei se protejau pe o piață alternativă împotriva acestui risc valutar.

[7] Arbitrajul se poate realiza și pe piețe paralele de același fel (de exemplu spot-spot sau futures-futures).

Principiul arbitrajului este unul foarte simplu, se cumpără de pe o piață mai ieftină și se vinde pe o piață mai scumpă. Diferența de preț dintre cele două reprezintă un profit în sumă fixă pentru investitor, indiferent în ce sens vor evolua cele două poziții deschise în piețe. La nivel mondial, piețele financiare tind spre o corelare tot mai puternică, diferențele de preț devin din ce în ce mai mici, până în momentul în care prețurile instrumentelor tranzacționate în cadrul lor devin egale.

Arbitrajul este considerat a fi o operație fără risc deoarece acesta este inițiat doar atunci când există o diferență de preț în piață, așadar există certitudinea marcării unui profit. Mărimea profitului pe care un arbitrajor îl marchează este cunoscut de dinainte (Făt, 2005, p. 94). La ce trebuie să fie însă atent un arbitrajor sunt cheltuielile de tranzacționare respectiv comisionele de tranzacționare; trebuie luat în calcul faptul că, aceste cheltuieli pot anula profitul marcat al unei operațiuni de arbitraj, în cazul în care spread-ul a fost prea mic.

Dacă privim situația din punctul de vedere al piețelor financiare pe ansamblu, am putea spune că arbitrajorii nu fac altceva decât să stabilizeze piețele, să elimine diferențele majore de prețuri dintre acestea. Spre deosebire de speculatori care au tendința de a „efervescentiza" piețele prin acțiunile lor tranzacționale, arbitrajorii vor fi cei care vor îndrepta piețele spre echilibru (chiar și relativ).

În condițiile dezvoltării piețelor, dar în special a tehnologiilor utilizate în procesul tranzacționării, nu mai întâlnim situații în care diferențele mari de prețuri între piețe să persiste pentru perioade lungi de timp. Aceste diferențe durează în prezent doar câteva secunde sau câteva minute maxim. Astfel, pentru arbitrajori rapiditatea și proptitudinea identificării acestor diferențe precum și capacitatea de a tranzacționa foarte rapid, reprezintă un atuu important. Faptul că aceste diferențe de preț se mențin atât de puțin în timp ne arată faptul că, pe piața pe care prețul este mai scăzut se exercită o presiune mai mare asupra cererii pentru produsul respectiv, drept urmare prețul va crește. Pe piața pe care prețul este mai ridicat, se va exercita o presiune mai mare pe vânzare ceea ce va face ca prețul pentru acel produs să scadă. Iată cum arbitrajorii, prin tranzacțiile lor echilibrează piețele. Arbitrajul poate fi realizat atât pe piețe din aceeași țară[8] cât și pe piețe externe[9].

La fel ca și hedgingul, arbitrajul poate fi realizat cu produse financiare, având la bază diverse active suport, astfel pot fi realizate arbitraje cu: contracte futures pe rate ale dobânzii, contracte futures pe indici bursieri, contracte futures pe valute, acțiuni, obligațiuni, mărfuri, sau chiar produse exotice.

Tranzacțiile spread sunt tranzacții mai speciale, în sensul că acestea presupun deschiderea unei poziții pe piața futures iar în același timp deschiderea unei poziții de sens opus. Cea de a doua tranzacție poate fi deschisă pe aceeași piață sau pe o piață diferită, iar contractul poate fi același sau unul diferit. Astfel, diferența de preț între cele două contracte este denumită spread.

Principalul scop în tranzacționarea spread este acela al marcării unui profit superior dintr-o tranzacție în comparație cu pierderea celeilalte tranzacții. Tocmai datorită acestui caracter dual al acestui tip de tranzacționare, spread-ingul este considerat a fi localizat între arbitraj și speculație (Bako & Sechel, 2013). În tranzacționarea spread, investitorii trebuie să ia în considerare și faptul că, se poate întâmpla ca amândouă tranzacțiile componente ale

[8] De cele mai multe ori, în acest caz legislația este comună tuturor piețelor.

[9] În acest caz, arbitrajorii trebuie să ia în considerare legislația statului căruia i se supune fiecare dintre piețe, precum și regimul de impozitare al câștigurilor rezultate pe fiecare dintre acestea.

spread-ingului să fie generatoare de pierderi. Cele două contracte futures pentru o tranzacție spread trebuie alese astfel încât prețurile lor să evolueze împreună, adică să existe o corelație între ele, însă aceasta nu va fi inițiată până când nu va fi evidentă o schimbare în relația prețurilor celor două contracte angajate. Tranzacția spread va fi lichidată după ce această schimbare s-a produs, iar prețurile revin la nivelul de corelație inițial.

Tranzacțiile spread pot fi de mai multe feluri, astfel (Reuters, 2001, p. 62):

- *Spread inter-livrare sau inter-mărfuri*. În acest caz, se realizează cumpărarea unui contract futures în același timp cu vânzarea unui contract futures cu același activ suport, însă având scadențe diferite.
- *Spread inter-mărfuri*, în acest caz se cumpără și se vinde simultan câte un contract futures care au active suport diferite dar care au aceeași scadență.
- *Spread inter-piețe*, în acest caz se cumpără și se vinde simultan câte un contract futures, care au același activ suport (sau active suport similare), însă acestea se tranzacționează pe piețe diferite.

Tranzacțiile spread nu presupun evitarea totală a riscului, însă acestea pot fi folosite pentru a reduce riscul pierderii generate de o poziție deschisă în piață, oferind totodată oportunități pentru speculatori. Dintre cele mai importante avantaje ale tranzacțiilor spread putem enumera următoarele:

- Comparativ cu speculația, riscul asumat este mult mai mic.
- Pentru inițierea celor două poziții în piața futures, este necesară doar marja.
- La un moment dat, ambele poziții deschise pot acumula profit în contul investitorului.
- Profitul înregistrat de poziția de cumpărare/vânzare va fi mai mare decât pierderea înregistrată de poziția de vânzare/cumpărare.

Cele mai importante dezavantaje ale tranzacțiilor spread, se referă la:

- Dacă investitorul nu a estimat în mod corect corelația dintre cele două contracte ce urmează a forma o tranzacție spread, acestea de pot solda cu pierderi.
- Tot în această situație se poate întâmpla ca pierderea generată de una dintre tranzacții să fie superioară profitului înregistrat de cealaltă.

Speculația presupune asumarea unui risc cu speranța realizării unui câștig din mișcările de preț ale instrumentelor tranzacționate. Speculația presupune tranzacționarea oricăror categorii de active sau contracte futures cu scopul de a obține un câștig din diferențele de preț (diferența dintre prețul la vânzare și prețul la cumpărare). Speculatorii vor cumpăra pe piața futures atunci când aceștia estimează că prețurile vor crește, și vor vinde contracte futures atunci când vor estima o scădere a prețurilor pe piață în perioada următoare.

Spre deosebire de celelalte tipuri de actori din piață, speculatorii vor încerca să profite de pe urma modificărilor de preț, asumându-și riscul evoluției nefavorabile a prețurilor.

Prin activitatea pe care aceștia o desfășoară, speculatorii nu sunt cei care crează riscul într-o piață, ci sunt cei care și-l asumă, prin tranzacțiile pe care le fac în scopul obținerii de profit. Speculatorii sunt cei care crează lichiditate pieței, prezența acestora în piață determinând creșterea numărului cumpărătorilor respectiv a vânzătorilor, în consecință prezența acestora influențează dinamica pieței. Ei vor oferi întotdeauna o contrapartidă celorlalți participanți la piață și vor căuta în permanență noi produse și tehnici de tranzacționare astfel încât să poată identifica noi oportunități de câștig. Am putea spune că speculatorii îndeplinesc un rol important în ceea ce privește inovarea în domeniul financiar.

Profitul potențial al speculatorilor depinde în primul rând de abilitatea acestora de a anticipa sensul modificării prețului, precum și de rapiditatea cu care aceștia iau decizii asupra sensului tranzacției lor și deschid poziția în piață. Se spune că tranzacțiile întreprinse de speculatori sunt perfect raționale și că aceștia știu exact când va avea loc o modificare în trendul instrumentelor tranzacționate. Apreciem totuși că uneori entuziasmul pe care aceștia îl manifestă în piață poate deveni neconstructiv pentru ei, sentiment care face ca pierderile să fie inerente de foarte multe ori.

Cele mai importante evenimente care pot determina o fluctuație a prețurilor în piață, astfel încât aceasta să stârnească un interes sporit al speculatorilor se referă de exemplu la modificări ale ratelor dobânzii de referință, modificări ale indicatorilor macroeconomici, rata inflației, rata somajului, produsul intern brut sau orice evenimente corporative de amploare.

În cazul în care mare parte din speculatori anticipează o creștere a prețurilor pentru un anumit contract futures de exemplu, aceștia își vor deschide poziții long în piață, creând astfel presiune a cererii asupra ofertei, în consecință prețurile vor crește, iar anticipările acestora vor deveni reale. Dacă acestă tendință de cumpărare excesivă se manifestă și în restul pieței, cel mai probabil că mulți dintre ceilalți actori ai pieței vor intra și ei la cumpărare pe același instrument financiar, formându-se astfel un efect de contagiune care va duce prețurile generalizat în sus (Bodie, Kane, & Marcus, 2014, p. 374). Mecanismul astfel format se poate transpune în formarea unei bule speculative, care mai devreme sau mai târziu va fi conștientizată de actorii pieței iar în acel moment prețurile își vor schimba trendul. În funcție de timpul necesar schimbării trendului, s-a constatat că trendurile de creștere se construiesc într-un interval mai îndelungat de timp, iar trendurile de scădere se întind pe perioade mult mai scurte de timp, în consecință căderile sunt mult mai abrupte.

O parte a actorilor pieței consideră această categorie a speculatorilor ca fiind imorală pentru că spun ei, beneficiază de dezechilibrele piețelor pe care poate chiar ei le-au creat pentru a marca un câștig în contul lor. Putem afirma că, speculatorii reprezintă un element perturbator al piețelor doar atunci când deciziile acestora nu sunt raționale iar acțiunile lor investiționale nu se bazează pe analize reale, ci pe manipulări ale pieței.

Speculația poate fi realizată prin două metode, în funcție de anticipările speculatorilor, astfel:

- *Speculație a la hausse*, aceasta se realizează pe o piață în creștere. Speculatorul va cumpăra la un preț mai mic și va vinde la un preț mai mare.
- *Speculație a la baisse,* aceasta se realizează pe o piață în scădere. În acest caz, speculatorul va vinde mai întâi la un preț ridicat, după care își va închide poziția prin cumpărare la un preț mai scăzut.

Dacă luăm în considerare mecanismul de tranzacționare folosit de speculatori, aceștia pot fi clasificați astfel (Ancuța, Cipariu, Aleman, & Cozgarea, 2009, p. 91): scalperi, traderi de o zi, traderi de poziție.

Scalperii sunt speculatorii cei mai rapizi, orizontul de timp pe care se desfășoară tranzacțiile lor fiind foarte scurt, la nivelul secundelor sau minutelor. Pe parcursul unei zile aceștia deschid și închid mai multe poziții, diferențele de preț pe care aceștia le iau în calcul fiind destul de reduse. Datorită acestui caracter, de tranzacționare aproape continuă, scalperii sunt comparați de multe ori cu market makerii în piață, cei care oferă contraparte și lichiditate pieței.

Traderii de o zi sunt speculatorii care își păstrează deschise în piață contracte pe durata unei zile, poate pentru câteva ore, volumul tranzacțiilor generat de aceștia fiind mai redus

decât al scalperilor. De obicei, traderii de o zi își lichidează pozițiile la sfârșitul ședinței de tranzacționare dacă pe parcursul zilei nu au reușit să își lichideze pe profit acea poziție.

Traderii de poziție sunt cei care își mențin pozițiile deschise în piață pentru perioade mai lungi de timp, de la câteva zile, săptămâni sau chiar luni de zile. Aceștia încearcă să speculeze trendurile de o mai mare amploare din piață și ignoră fluctuațiile mici de preț din cursul unei ședințe de tranzacționare.

Ca și o concluzie la stilul de tranzacționare al speculatorilor, cele două principii fundamentale pe care aceștia le iau în considerare sunt: „cumpără ieftin și vinde scump" respectiv „vinde scump și cumpără ieftin".

1.3.3. Atitudinea brokerilor față de risc

În anul 1738 Daniel Bernoulli a căutat pentru prima dată explicații și lămuriri în ceea ce privește luarea deciziilor în condiții de risc (Glimcher & Rustichini, 2004). Teoria acestuia presupune faptul că oamenii sunt raționali și că aceștia vor lua în considerare opțiunile în urma cărora au cel mai mult de câștigat.

Cu toate acestea, cercetătorii au descoperit că există o gamă largă de anomalii în comportamentul uzual al oamenilor, care nu sunt compatibile cu principiile teoriei maximizării utilității. Între aceste anomalii se numără și aversiunea față de risc a oamenilor, precum și tendința acestora de a minimiza sau de a subestima posibilitatea de apariție a unui risc, în condițiile în care manifestarea acestuia este inerentă. La fel, anomalie constituie și tendința oamenilor de a supraevalua sau de a maximiza posibilitatea manifestării unui risc cu o probabilitate scăzută de apariție.

În figura următoare, linia punctată reprezintă relația dintre evaluarea subiectivă și cea obiectivă a unei acțiuni. În cazul în care valoarea obiectivă a unei acțiuni crește, valoarea subiectivă a acesteia crește într-un ritm mai scăzut.

Bernoulli a demonstrat că această relație stă la baza afirmației că oamenii manifestă reticență față de risc. Pe de altă parte (curba mai subțire) arată faptul că valoarea subiectivă a unei acțiuni poate crește într-un ritm mult mai alert decât creșterea valorii obiective. Acest fapt ne arată că avem de a face cu un comportament al investitorilor care manifestă preferință sau placere față de risc.

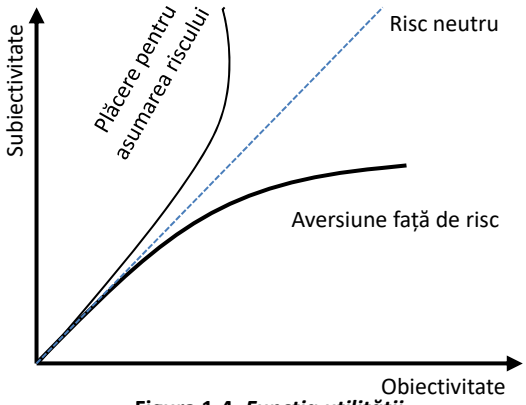


Figura 1-4. *Funcția utilității*
Sursa: (Glimcher & Rustichini, 2004)

Nivelul riscului acceptabil pentru o investitie în instrumente financiare trebuie stabilit de către fiecare broker în parte, pe baza analizelor efectuate anterior, însă de cele mai multe ori, acest nivel al riscului acceptabil este stabilit pornind de la personalitatea fiecăruia și atitudinea pe care acesta o are față de risc.

Avem astfel de a face cu brokeri care manifestă *o mare aversiune față de risc*, în această categorie intrând cei care vor dori întotdeauna să folosească metode de protecție împotriva riscului sau metode care să limiteze pierderile în cazul în care piața nu evoluează în sensul așteptat de aceștia. Brokerii care manifestă o aversiune ridicată față de risc se mai numesc în literatura de specialitate și *brokeri defensivi (investitori defensivi),* acțiunile preferate de aceștia fiind cele de creștere, al căror preț respectiv profit/titlu a crescut în timp mai mult decât media pieței, iar pentru viitorul apropiat așteptările sunt tot de creștere.

La polul opus însă se situează brokerii care manifestă o *plăcere față de risc,* aceștia vor specula întotdeauna mișcările de preț din piață și vor căuta marcarea de profituri chiar și în condițiile asumării unor riscuri nejustificate (Mionel (Pană), 2010, p. 206). În opinia acestora, variațiile de preț nu reprezintă altceva decât oportunitatea unor noi câștiguri, Benjamin Graham încadrându-i categoriei *investitorilor întreprinzători* (Graham, 2010, p. 91).

Potrivit principiului risc ridicat – câștiguri potențiale ridicate, investitorii care manifestă o plăcere față de risc utilizează instrumente financiare de tranzacționare cu efect de levier mare, astfel încât să poată obține randamente ridicate utilizând sume investite relativ mici.

O a treia categorie a investitorilor, din punct de vedere a riscului asumat, este cea a investitorilor *indiferenți la risc,* aceștia neconsiderând neaparat necesară deschiderea unei poziții în piață care să aibă rol de protecție; așteptările lor sunt unele rezonabile, în concordanță cu piața.

Într-o altfel de abordare (Kiyosaki & Lechter, 2000, p. 236), investitorii[10] pot fi împărțiți în cinci categorii distincte:

- *Investitori acreditați* (the accredited investor) – aceștia câștigă sume importante de bani și/sau dețin anumite valori nete considerabile.

[10] Putem în acest caz să extindem raționamentul și asupra brokerilor văzuți în acest caz ca investitori.

- *Investitori calificați* (the qualified investor) – aceștia cunosc foarte bine atât analiza fundamentală cât și analiza tehnică necesară investițiilor.
- *Investitori sofisticați* (the sophisticated investor) – aceștia înțeleg pe deplin ceea ce înseamnă investițiile respectiv întregul proces investițional, însă pe lângă aceasta cunosc destul de bine și aspecte legate de legislație.
- *Investitori din interior* (inside investor) – aceștia sunt cei care creează investițiile.
- *Investitori finali* (the ultimate investor) – aceștia sunt cei care își vând deținerile vechi și nu mai intră în piață decât atunci când sunt convinși de oportunități. De cele mai multe ori aceștia dețin afaceri de succes și aleg ca la un moment dat să vândă deținerile lor sub formă de oferte publice de vânzare.

În perioada dinaintea crizei, s-a constatat o creștere a toleranței riscului în rândul investitorilor. Această creștere a nivelului tolerat al riscului s-a datorat, în mare parte, trendului pozitiv de pe majoritatea piețelor lumii (Cavalveiro, Vieira, Ceretta, Trindade, & Tavares, 2011). Paradoxal însă, toleranța pentru risc din partea investitorilor, așadar și a brokerilor din piață, scade semnificativ odată cu schimbarea trendului. Pe trend descendent, aversiunea față de risc a acestora devine mai mare ca urmare a emoțiilor puternice implicate. Vom reveni asupra acestor elemente în capitolul următor.

CAPITOLUL 2.

Factori subiectivi ce intervin în luarea deciziei de investire

Deseori brokerii se confruntă cu *idei preconcepute* în ceea ce privește luarea deciziei de investire pe bursele de valori, păstrarea unei poziții deja angajate, sau lichidarea pozițiilor deținute. Indiferent de trendul pieței sau de pozițiile pe care acesta le posedă, un broker ar trebui să își păstreze o atitudine obiectivă, chiar dacă psihicul îi spune altfel (De Melo, Carnevale, Read, & Grath, 2014). Ne gândim în acest caz de exemplu, la tendința brokerilor de a considera eronat trendul general al pieței, doar pentru că pozițiile angajate de către aceștia sunt contrare. Mai mult decât atât, ei ar trebui să fie în permanență conștienți de faptul că *evoluția pieței este întotdeauna pe direcția corectă,* așa cum spune Warren Buffett, unul dintre cei mai mari investitori ai lumii, „Doamna Piață are întotdeauna dreptate" (Schroeder, 2010). Credibilitatea acestui lucru depinde de capacitatea investitorilor de a înțelege faptul că piața poate evolua la un moment dat aparent extrem de aleatoriu și neașteptat, aceasta nefiind controlată de cineva anume (Lowe, 2009, p. 92).

Ne propunem așadar în acest capitol, analiza celor mai importanți factori de natură subiectivă ce pot influența luarea deciziei de investire pe bursele de valori, respectiv nivelul de acceptare al pierderilor de către brokeri, nivelul psihologic al randamentului de 10%, modestia, lăcomia și autodisciplina manifestate la un moment dat de către participanții la piață, dar și emoțiile și sentimentele pe care procesul investițional le presupune.

Marea majoritate a investitorilor în piața de capital își bazează deciziile de investire pe un raționament logic comun mai multor participanți la piață. Acest aspect confirmă oarecum capacitatea pieței de a evolua într-o anumită direcție.

Dacă cel puțin o parte a participanților la piață acționează pe baza unor raționamente similare sau chiar aceleași, acest lucru ne poate îndrepta către ideea diferențierii participanților la piață în funcție de alte criterii, atunci când este vorba despre luarea deciziei de investire. Așadar, considerăm că o mare parte din procesul luării deciziei de investire face referire la factorii de natură subiectivă ce intervin asupra acesteia (Ciobanu & Sechel, 2012).

Plasamentele pe piața de capital au stârnit cel puțin în ultimii 25 de ani, un mare interes din partea tuturor actorilor pieței, datorită capacității lor de a genera randamente mari. Din păcate, în aceeași măsură acestea pot genera și pierderi la fel de mari. Începând cu anii '90, oamenii de știință au abordat un nou domeniu de cercetare, neuroeconomia având ca obiect de studiu perceperea riscului de către investitori, cuantificarea și determinarea probabilității de producere a acestuia.

Neuroeconomia ca domeniu de cercetare relativ recent, se află la intersecția psihologiei cu economia, ecuație în care mai intervine și o ramură a medicinei, neurologia. Unul dintre puținii specialiști ai acestui domeniu, Jason Zweig consideră neuroeconomia aplicată domeniului financiar, ca fiind de mare interes practic, pentru a înțelege deciziile intervenienților în piață. Numeroasele teorii asupra deciziilor de a face investiții pe piața de capital sunt puse în dificultate, dacă le analizăm din perspectiva neuroeconomiei. Aceasta deoarece deciziile pe care investitorii le iau sunt de foarte multe ori irațională și în neconcordanță cu aceste

teorii. Un astfel de comportament irațional al actorilor din piață poate fi generat de propria personalitate, de emoții, temperament, fiind expresie a propriilor trăiri.

Neuroeconomia ca domeniu relativ recent de cercetare, încearcă să identifice aspecte pertinente în ceea ce privește luarea deciziilor umane, respectiv capacitatea decidenților de a lua în considerare mai multe variante de acțiune și de a alege varianta optimă dintre acestea. În cele ce urmează, prin decizie înțelegem alegerea optimă de acțiune din partea brokerilor în ceea ce privește procesul investițional.

Așadar, neuroeconomia ca știință studiază modul în care comportamentul economic al decidenților poate modela capacitatea noastră de a înțelege respectiv capacitatea creierului nostru de a înțelege. De asemenea, neuroeconomia urmărește modul în care descoperirile din acest domeniu pot determina noi modele de economie (Duke Institute for Brain Sciences, 2015). Luarea deciziilor este un proces ce semnifică alegerea unei variante numite optime din mai multe astfel de opțiuni. De cele mai multe ori, luarea deciziilor are la bază o argumentare logică. Există însă și cazuri în care ipoteza argumentului logic poate lipsi din variate motive, drept pentru care luarea deciziei presupune implicarea unui factor subiectiv. Tocmai datorită acestei situații, neuroeconomia vine să clarifice anumite aspecte. Prin cercetările întreprinse la acest nivel, s-a constatat că există anumite zone ale creierului uman care sunt răspunzătoare de anumite impulsuri în ceea ce privește luarea deciziei (Glimcher & Rustichini, 2004).

Cercetarea în acest domeniu este poate mai dificilă decât în alte domenii, din mai multe considerente (Ciobanu & Sechel, 2012):

- Datorită necesității unei cooperări eficiente între cercetători din mai multe domenii, respectiv economie, psihologie, neurologie.
- Subiecții cercetării sunt oamenii, ceea ce face ca experimentele să fie mult mai atent elaborate, decât în cazul experimentelor ce utilizează ca modele animalele, spre exemplu.
- Echipamentele și instrumentele folosite în testarea unor reacții la nivel decizional, sunt încă și ele în faza de început a dezvoltării ei.

În ceea ce privește punctele de vedere ale economiștilor respectiv psihologilor ca cercetători implicați în domeniu, aceștia abordează problematica în mod diferit (Ciobanu & Sechel, 2012). Pentru un economist orice explicație, rezultat folositor, presupune un set de ipoteze care face ca un comportament oarecare să devină maleabil și astfel să poată fi transpus într-un model de analiză coerent teoretic respectiv matematic. Economiștii explică acest comportament pornind de la ideea că apetitul pentru bani al oamenilor nu crește linear, ci mai degrabă crește într-un ritm mai lent decât miza (Glimcher & Rustichini, 2004).

Din punctul de vedere al unui psiholog, acesta încearcă să înțeleagă și să explice în același timp acest fenomen, referindu-se la aversiunea față de risc și metodele psihologice utilizate pe care decidenții le folosesc în atingerea obiectivelor lor (Glimcher & Rustichini, 2004). Psihologii utilizează diferite observații asupra decidenților referitoare la frica deosebit de puternică manifestată de aceștia în ceea ce privește pierderile lor potențiale. Aceste pierderi potențiale sunt puse în balanță cu câștigurile posibile, rezultând astfel un punct de reper psihologic. Acest reper psihologic urmărește descrierea tendințelor comportamentale ale decidenților, utilizând metode empirice, euristice, care pot fi luate în considerare pentru explicarea acțiunilor decidenților umani (Glimcher & Rustichini, 2004).

Din punctul de vedere al multor cercetători, neuroeconomia oferă posibilitatea identificării unor răspunsuri integrate în ceea ce privește luarea deciziilor și înțelegerea pe deplin a

acestora. Economia, la nivel de comportament a reușit să identifice cauzalități între înțelegerea deciziilor economice, factorii de influență ai acestora, emoții, însă neuroeconomia vine cu ceva mai mult, și anume încearcă răspunsuri în ceea ce privește înțelegerea interacțiunii dintre comportamentul economic și diversele mecanisme la nivelul neuronilor (Kuhnen & Knutson, 2011).

Cercetătorii au ajuns la concluzia că există mai multe zone ale creierului responsabile de luarea deciziilor în situații de incertitudine. S-a constatat, în cazul unei sarcini destinate persoanelor supuse unui experiment, că atunci când există un anumit grad de incertitudine cu privire la obținerea unui anumit rezultat, există și o intensificare a activității creierului în zona cortexului median frontal, precum și o creștere a activității creierului mai amplă în zona cortexului prefrontal.

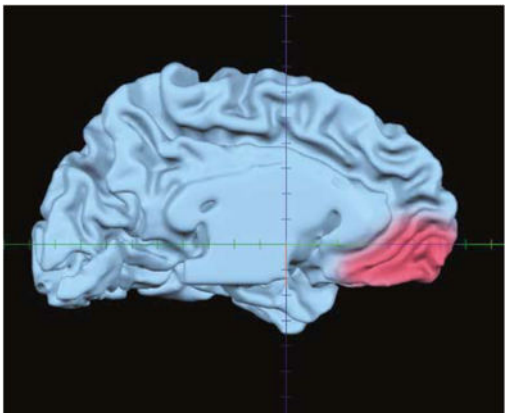


Figura 2-1. ***Vedere a părții stângi a creierului uman***
Sursa: (Glimcher & Rustichini, 2004)

În figura 2-1 se poate observa partea stângă a creierului uman. Partea din față a creierului se regăsește în partea dreaptă a imaginii, iar cortexul prefrontal se regăsește indicat cu roșu.

În general, cortexul prefrontal este implicat în elemente de raționament și înțelegere, precum și în situații în care este necesară determinarea celei mai bune opțiuni de acțiune și în care nu sunt disponibile toate informațiile relevante. În situațiile în care oamenii au de a face cu un risc pe care îl cunosc dinaintea luării unei decizii, s-a constatat o activitate mai intensă a cortexului insular. Principalul rol al cortexului insular este de a simula o varietate largă de posibilități respectiv consecințe negative posibile a se întâmpla la producerea unui eveniment.

Mai mult decât atât, cercetătorii au ajuns la concluzia că *dopanima* este unul dintre principalii neurotransmițători ai sistemului nervos. Aceasta este substanța care transmite informația între neuronii creierului, și care ar putea transmite astfel informații privind incertitudinea tot cortexului.

O altă substanță cu efecte asupra comportamentului indivizilor este *oxitocina*, care determină reducerea temerilor respectiv creșterea încrederii. Oxitocina este un hormon peptidic sintetizat de către nucleii hipotalamusului, care este o parte a creierului mare de natura nervoasă.

Pornind de la necesitatea unor experți din domenii variate de cercetare, respectiv economiști, psihologi și neurologi, am putea spune că, cooperarea dintre cele trei categorii conturează acest nou domeniu de cercetare, neuroeconomia.

Această știință care încearcă să ofere răspunsuri despre cum anume funcționează creierul uman respectiv diferitele sale părți, este începutul schimbării modului în care credeam că oamenii iau decizii (Shiller, 2011). Cercetările și descoperirile în acest nou domeniu vor schimba cu siguranță modul în care credem că funcționează economia.

Domeniul care stârnește un interes major din partea cercetătorilor acestei științe, se referă la modalitatea în care creierul uman gestionează situații ambigue, atunci când nu sunt cunoscute probabilitățile de manifestare a riscului, și atunci când alte informații considerate relevante nu sunt cunoscute (Sanfey, Loewenstein, McClure, & Cohen, 2006). Așa cum am arătat, a fost descoperit faptul că zonele creierului responsabile de gestionarea unor probleme în condițiile unor probabilități cunoscute, sunt diferite de zonele creierului responsabile pentru gestionarea unor probleme în condițiile unor probabilități necunoscute.

Aversiunea față de pierderile potențiale ale unei decizii reprezintă un aspect important al procesului de luare a deciziilor. Principala controversă în ceea ce privește aversiunea față de pierderi a investitorilor constă în dilema dacă acest proces este condus de un sistem neuronal unic care compară diferite variante de acțiune și decide asupra uneia, sau dacă există sisteme concurente, care să ia în considerare atât partea impulsivă cât și cea emoțională, în ceea ce privește aversiunea față de eventualele pierderi sau efecte negative.

S-a demonstrat printr-un studiu că persoanele care au probleme la nivelul amigdalelor au manifestat o lipsă a aversiunii față de pierderi, cu toate că acestea au manifestat o aversiune față de risc în limite normale.

Jason Zweig, redactor la revista Money și fost redactor la Forbes, a abordat în lucrarea sa „Your Money and your Brain" problematica neuroeconomiei. Din întregul spectru al teoriilor comportamentale, Zweig consideră neuroeconomia ca fiind cea mai reprezentativă și care realizează o conexiune directă între investitori și modalitatea în care aceștia ajung să ia deciziile de investire.

Tabel 2-1. ***Convingerile investitorilor în teorie și practică***

Teorie	Practică
Investitorii au obiective foarte clar definite.	Investitorii nu sunt siguri de obiectivele pe care le au, le modifică frecvent pe parcursul unei perioade sau de multe ori acestea nici măcar nu există.
Investitorii calculează atent șansele de câștig respectiv șansele de pierdere.	Șansele de câștig respectiv de pierdere sunt deseori trecute cu vederea.
Investitorii știu exact nivelul riscului acceptabil pentru ei.	Investitorii au o toleranță sporită față de risc atunci piața este pe creștere, însă în momentul în care aceasta își modifică trendul, brusc toleranța față de risc a investitorilor scade și ea.
Cu cât investitorii urmăresc îndeaproape evoluția investițiilor lor, cu atât vor avea de câștigat mai mult.	Investitorii care nu acordă atenție deosebită investițiilor realizate, câștigă mai mult decât aceia care urmăresc frecvent evoluția investițiilor lor.

Sursa: (Zweig, 2007)

Abordând problematica acestui nou domeniu de cercetare, Jason Zweig arată faptul că investitorii utilizează atât metode obiective de evaluare a posibilelor oportunități de câștig, cât și metode subiective care țin exclusiv de personalitatea indivizilor, de temperamentul acestora și de capacitatea lor de gestionare a propriilor trăiri. În ultima vreme, oamenii de știință au facut descoperiri deosebite în ceea ce privește modalitatea în care oamenii percep riscul, îl cuantifică și calculează probabilități de manifestare a acestuia. Zweig spune că pot fi observate circuite la nivelul neuronilor care reacționează precis atunci când este inițiată o poziție în piață (Ciobanu & Sechel, 2012).

Așadar, cele mai noi descoperiri în domeniul neuroeconomiei arată că tot ceea ce s-a scris și s-a cercetat în ceea ce privește investițiile nu ar fi adevărat. Teoria spune că, cu cât reușești să înțelegi mai mult despre ceea ce înseamnă investițiile, cu atât șansele de reușită sunt mai mari. Însă economiștii insistă pe faptul că investitorii cunosc doar o parte a noțiunii de investiții, înțeleg relația risc – câștig și folosesc informațiile de care dispun pentru a-și atinge scopurile. Spre deosebire de aceștia, Zweig arată faptul că lucrurile nu stau întocmai așa, el face o analogie între percepțiile și convingerile investitorilor în ceea ce privește teoria respectiv practica în investițiile financiare (Zweig, 2007).

Pe lângă acestea, numărul mare de instrumente financiare disponibile în piață respectiv accesul brokerilor la o mare varietate a acestora prin intermediul platformelor de tranzacționare online disponibile, face ca luarea deciziei de investire să devină una și mai complicată (Sahi, Arora, & Dhameja, 2013).

2.1. Impulsul de moment

Indiferent de aria de acțiune sau de mediul investițional în care indivizii își desfășoară activitatea, trebuie avut în vedere și un posibil impuls de moment, atunci când urmează a fi luată o decizie de investire. Acest impuls de moment se referă la incapacitatea de a prevedea propriul comportament în condiții de stres emoțional (Montier, 2012, p. 35). Impulsul de moment se mai numește și deficit empatic. Potrivit lui Montier, pentru a contracara efectele negative ale impulsului de moment, investitorii (brokerii în cazul nostru) ar trebui să respecte regula celor 7 P care afirmă că: *Planificarea Perfectă și Pregătirea Previn Pierderea Prostească de Performanță* (Montier, 2012, p. 39). Prin această regulă, autorul dorește de fapt să sublinieze că orice investitor trebuie să ia deciziile de investire în momente în care starea lui de spirit este una rațională, neafectată în nici un fel de aspecte emoționale și atunci când în piață nu se întâmplă evenimente majore de natură a distorsiona sau influența luarea vreunei decizii. Esența stă în capacitatea investitorului de a respecta concluziile propriilor sale analize chiar și în momentul în care asupra sa intervin factori de natură subiectivă.

Despre acest impuls de moment pe care cu siguranță fiecare investitor l-a trăit la un moment dat, John Templeton[11] a spus că: „*Momentul de maxim pesimism este cel mai bun moment în care să cumperi, iar momentul de maxim optimism, cel mai bun moment în care să vinzi*". Suntem de acord cu această afirmație însă trebuie să fim conștienți și de faptul că există dificultăți de natură psihologică evidente din partea brokerilor (sau a oricărui investitor) de a-și păstra mintea limpede pe parcursul unui declin generalizat al prețurilor din piață. În astfel

[11] John Marks Templeton (1912–2008) a fost investitor și unul dintre pionierii fondurilor mutuale de investiții.

de situații, impulsul de moment împinge actorii pieței spre vânzări masive, poate și datorită comportamentului de turmă pe care aceștia îl manifestă.

Dacă participanții la piață ar putea elimina sau măcar diminua componenta emoțională din procesul de investire, acesta ar deveni mult mai obiectiv.

2.2. Psihologia randamentului de 10%

Nivelul psihologic al randamentului de 10% este deseori greșit înțeles de investitori, aceasta pentru că o pierdere de 10% nu poate fi acoperită cu un câștig cu randament de același nivel. Astfel, o pierdere de 10% pentru o investiție de 50.000 de dolari reprezintă în suma absolută 5.000 de dolari, așadar suma rămasă este de 45.000 de dolari. Un randament de 10% pentru valoarea rămasă, semnifică un profit de 4.500 de dolari. Așadar, mai puțin decât pierderea marcată inițial.

Desigur, acesta este un calcul foarte simplu și care nu poate ridica probleme de înțelegere niciunui broker, însă în mintea lor acest randament de 10% reprezintă un prag psihologic peste care brokerii trec uneori foarte greu, până să poată privi obiectiv situația.

Deseori brokerii pică în plasa unor astfel de calcule simple, scăpând astfel din vedere aspecte importante vis-a-vis de randamentele investițiilor lor.

2.3. Modestia și „al 6-lea simț”

Modestia este și ea esențială în luarea deciziei de investire, investitorii fiind tentați de foarte multe ori să uite de unde au pornit și mai ales, să uite că piața îi poate întoarce oricând de unde au plecat. Este de la sine înțeles faptul că riscul de a pierde persistă indiferent de condițiile pieței și tocmai din această cauză se poate spune că succesul este o combinație între cunoștințe, experiență, și *„un al 6-lea simț”.*

Acest *„al 6-lea simț”* considerăm că este un aspect extrem de important, baza acestuia stând în capacitatea de intuiție a participanților la piață, exceptând toate celelalte informații și analize existente la un moment dat în piață. Este posibil, și se întâmplă destul de frecvent ca, de exemplu rezultatele financiare ale unei companii, ale cărei acțiuni sunt listate, să fie de excepție în sens pozitiv, prognozele tuturor analiștilor în acest sens fiind și ele de creștere, însă evoluția ulterioară a prețului acțiunilor respective să fie una negativă. În acest punct se poate observa acest al 6-lea simț al unor investitori care în punctul de vârf sau aproape de acesta au deschis poziții short în piață.

Pe lângă toate aceste aptitudini, *autodisciplina* are și ea un rol esențial. În general investitorii au o tendință considerată ca fiind normală de a acționa și reacționa *impulsiv* în piață, atunci când există fluctuații majore de preț. Totuși, în baza unui set propriu de reguli sau mai degrabă a unei strategii proprii de tranzacționare stabilită în mod obligatoriu înainte de inițierea oricărei poziții în piață, investitorii ar trebui să își stabilească și condițiile în care aceste reguli pot fi încălcate, acest lucru făcând parte din disciplina proprie de tranzacționare a fiecăruia.

2.4. Acceptarea pierderilor

Acceptarea pierderilor în cazul în care evoluția pieței este contrară așteptărilor este un element extrem de important care ține de caracterul personal al fiecărui investitor. Acceptarea faptului că a fost inițiată o poziție în piață contrar evoluției ulterioare a acesteia, demonstrează faptul că *obiectivitatea* investitorilor nu trebuie pierdută din vedere nici o clipă, aceasta fiind până la urmă cea mai importantă aptitudine necesară tranzacționării. Literatura de specialitate vorbește de un procent de aproximativ 65% din tranzacțiile încheiate pe bursă ca fiind pe pierdere (pe piața la termen), iată cum tocmai din această cauză tranzacțiile profitabile sunt mai mari (ca sumă) decât tranzacțiile închise pe pierdere (Ancuța, Cipariu, Aleman, & Cozgarea, 2009).

În literatura de specialitate, există două aspecte importante subliniate de finanțele comportamentale: aversiunea față de pierderi și evidența mentală a calculelor. Potrivit lui Stanyer, Kahneman a descris aversiunea față de pierderi ca fiind „cea mai importantă contribuție a psihologiei pentru economia comportamentală". În cadrul finanțelor comportamentale, aversiunea față de pierderi joacă de fapt rolul aversiunii față de risc din finanțele tradiționale (Stanyer, 2014, p. 24).

2.5. Emoții implicate în luarea deciziei de investire

În mediul investițional al piețelor de capital se spune că *„emoțiile mișcă piața iar piața are un impact emoțional semnificativ asupra traderilor*" (Fenton-O'Creevy, și alții, 2012). Împărtășim această idee conform căreia emoțiile reprezintă un important factor de influență asupra stabilității piețelor, dar același lucru putem spune și despre piețe, volatilitatea acestora având și ea un impact semnificativ asupra stării de spirit a brokerilor din piață.

În categoria sentimentelor care pot interveni în procesul investițional există o multitudine de terminologii, multe dintre acestea cu semnificație divergentă. Se poate astfel vorbi despre teamă, frică, lăcomie, emoții, resemnare, entuziasm, agonie, panică, răbdare, spaimă, extaz, furie, frustrare și multe altele.

În practica investițiilor pe bursă se spune că cea mai nefericită combinație de sentimente, pe care o poate avea un broker, este cea între *frică și lăcomie. Frica* este asociată în mintea investitorului cu posibilitatea manifestării riscului, așadar frica, *teama* de a pierde o parte din capitalul investit, în acest caz, am putea spune că investițiile pe bursă, mai ales cele pe piața la termen, nu sunt pentru aceia care nu reușesc să își învingă aceste temeri.

Există însă, din punctul nostru de vedere, frica asociată deschiderii oricărui fel de poziție în piață, fie ea de vânzare, fie de cumpărare, care se manifestă global față de întreaga piață și frica asociată unui instrument financiar anume. În acest din urmă caz, putem vorbi despre sentimentul investitorului față de instrumentul sau simbolul respectiv și despre istoricul tranzacțiilor pe care acesta l-a avut, în cazul în care majoritatea tranzacțiilor încheiate utilizând un anume instrument sau simbol, au fost soldate cu pierderi. Este foarte posibil ca acesta să manifeste frică în a mai iniția poziții similare, poate chiar din motive de precauție. În astfel de situații este recomandată o analiză ulterioară a tuturor tranzacțiilor încheiate pe simbolul în cauză, o scurtă trecere în revistă a motivelor care au stat la baza deciziei inițiale și a menținerii poziției, deoarece este posibil ca investitorului să îi fi scăpat poate un element

important și pe care să îl fi ignorat cu desăvârșire, și datorită căruia să ajungă la astfel de rezultate nefavorabile.

Pe de altă parte, *lăcomia* îi caracterizează pe cei avizi de câștiguri și care refuză să își lichideze pozițiile din piață chiar dacă randamentul este unul considerabil la un moment dat pentru motivul că piața va continua să evolueze în favoarea lor. Însă nu întotdeauna se întâmplă acest lucru. Piața poate să își modifice trendul într-un interval extrem de rapid și să nu îi mai permită investitorului o reacție, cel puțin la fel de rapidă, pentru a-și lichida pozițiile.

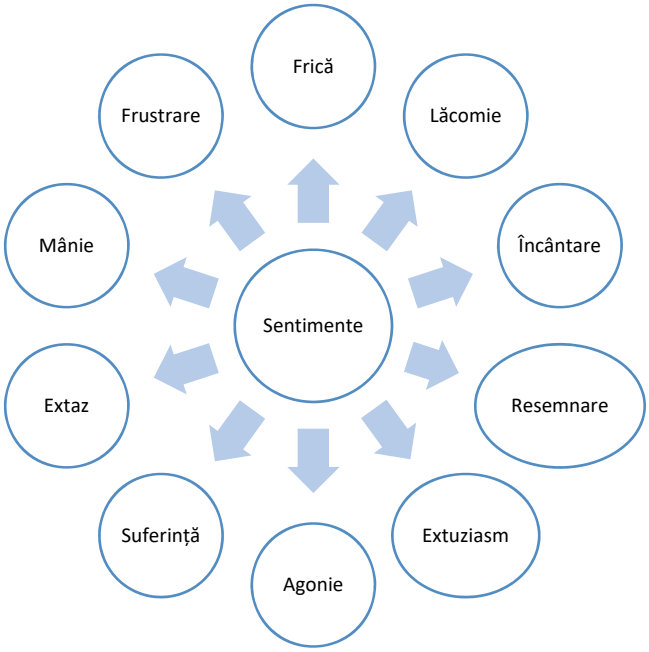


Figura 2-2. ***Sentimente implicate în luarea deciziei de investire pe bursele de valori***
Sursa: (Sechel I.-C. , 2015)

Un bun exemplu în acest caz a fost IPO-ul Transgaz de pe Bursa de Valori București în anul 2007, când după primele trei zile de tranzacționare a drepturilor de alocare asociate acțiunilor, prețul a crescut cu 74,5% față de valoarea lor de emisiune (335 lei/drept alocat față de 191,92 lei prețul din oferta publică). Perioada ofertei la care se adaugă intervalul de timp până când a fost posibilă tranzacționarea organizată a acțiunilor, a fost de aproximativ o lună și jumătate. Totuși, foarte mulți dintre investitori au considerat la acel moment că un randament de 74,5% într-o lună și jumătate nu este suficient și că piața ar mai avea un substanțial potențial de creștere. Nu s-a întâmplat așa, motiv pentru care randamentele au fost drastic corectate în perioada imediat următoare.

Din experiența brokerilor cu care am interacționat, probabil cel mai dificil de stăpânit în procesul de luare a deciziilor, sunt *emoțiile implicate* (Fenton-O'Creevy, Soane, Nicolson, & Willman, 2011). În acest sens, putem analiza „cercul emoțiilor" realizat de psihologul Plutchik Robert în 1980. Din punctul acestuia de vedere, emoțiile pot fi împărțite în două mari categorii: emoții fundamentale și emoții opuse acestora. Pentru fiecare din cele două mari categorii, Plutchik Robert a identificat câte opt emoții. Pe lângă acestea, fiecare emoție complexă este

formată prin combinarea a 2 stări diferite ale emoțiilor fundamentale (Plutchik, 1991). Emoțiile fundamentale respectiv cele opuse acestora se pot regăsi în figura 2-3:

Emoții fundamentale	Emoții opuse (celor fundamentale)
Bucurie	*Tristețe*
Încredere	*Dezgust*
Frică	*Mânie*
Surpriză	*Anticipație*
Tristețe	*Bucurie*
Dezgust	*Încredere*
Mânie	*Frică*
Anticipație	*Surpriză*

Figura 2-3. ***Emoții fundamentale și emoții opuse în viziunea lui Plutchik Robert***
Sursa: (Plutchik, The emotions, 1991)

Încrederea exagerată în forțele proprii îi face pe unii brokeri să piardă din vedere elemente esențiale din procesul investițional respectiv din obiectivitatea acestuia. S-a demonstrat faptul că bărbații au o înclinație mai accentuată spre o încredere exagerată în acțiunile lor, decât femeile. Mai mult decât atât, dacă rezultatul acțiunilor lor este unul pozitiv, soldându-se astfel cu câștiguri, acestea sunt puse de cele mai multe ori în seama abilităților investiționale proprii. Dacă însă, rezultatul acțiunilor investiționale se concretizează în pierderi substanțiale, acestea sunt puse în seama condițiilor nefavorabile din piață sau în seama unor elemente care nu țin de individ în sine (Mittal, 2009).

Prin combinarea a două emoții fundamentale rezultă o categorie distinctă, așadar o emoție complexă (Hill, 2010, p. 127). Putem astfel ajunge la: optimism, dragoste, supunere, înfiorare, dezaprobare, remușcare, dispreț sau agresivitate. Toate aceste emoții complexe pot fi identificate și în mediul investițional respectiv în procesul de luare a deciziei de investire pe bursele de valori.

Translatat la nivelul brokerilor, se poate astfel vorbi despre optimism atunci când așteptările acestora în ceea ce privește evoluția pieței sunt confirmate ulterior luării deciziei de investire, rezultând astfel un sentiment de bucurie.

În ceea ce privește luarea deciziei de investire pe bursele de valori, la nivelul investitorilor, putem vorbi despre optimism în cazul în care așteptările acestora în ceea ce privește evoluția pieței sunt confirmate ulterior luării deciziei de investire, rezultând astfel un sentiment de bucurie.

Putem observa în figura 2-4, cum un sentiment de bucurie asociat cu unul de seninătate, adică o abordare a investitorilor conform căreia toate deciziile acestora au fost deja luate în mod absolut corespunzător, vor duce la ceea ce se numește extaz. Acest sentiment este cel mai înalt posibil, din perspectiva lui Plutchik, la polul opus situându-se mâhnirea, o combinație între tristețe și meditație, care la nivelul investitorilor s-ar transpune într-un sentiment de agonie. Agonia vine ca urmare a evoluției contrare a pieței în ceea ce privește așteptările investitorilor, motiv pentru care sentimentul asociat stării lor este acela de tristețe, meditația survenind ca urmare a acceptării faptului că decizia de investire luată nu a fost tocmai corectă.

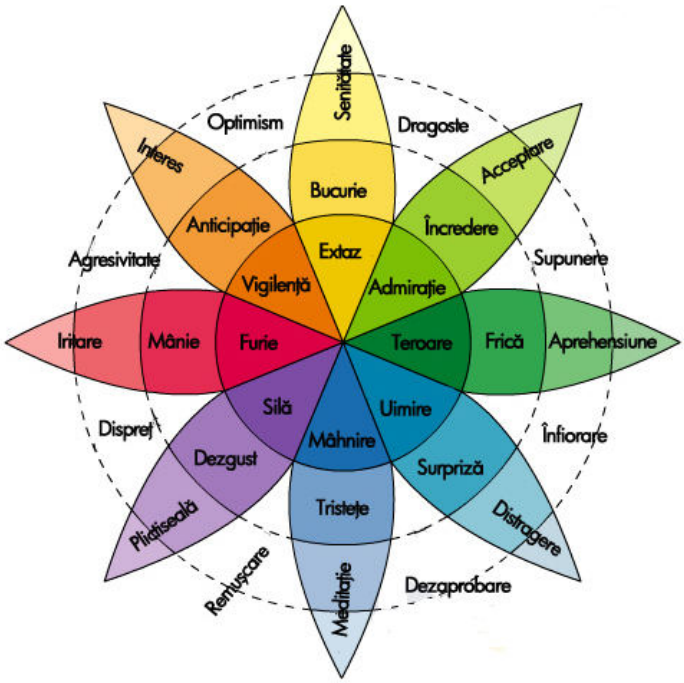


Figura 2-4. ***Cercul emoțiilor construit de Plutchik Robert***
Sursa: (Plutchik, The emotions, 1991)

În tabelul 2-2, poate fi regăsit rezultatul combinării emoțiilor, conform cercului emoțiilor propus de Plutchik Robert:

Tabel 2-2. ***Posibilități de combinare a emoțiilor***

Sentimente implicate	Emoții	Sentimente opuse
Optimism	*Anticipație + Bucurie*	*Dezaprobare*
Dragoste	*Bucurie + Încredere*	*Remușcare*
Supunere	*Încredere + Frică*	*Dispreț*
Înfiorare	*Frică + Surpriză*	*Agresivitate*
Dezaprobare	*Surpriză + Tristețe*	*Optimism*
Remușcare	*Tristețe + Dezgust*	*Dragoste*
Dispreț	*Dezgust + Mânie*	*Supunere*
Agresivitate	*Mânie + Anticipație*	*Înfiorare*

Sursa: (Plutchik, The emotions, 1991)

Ca o concluzie la impactul emoțiilor asupra luării deciziei de investire, suntem de părere că stăpânirea oricărui fel de emoție este foarte importantă. În ciuda faptului că investitorii nu mai au o relație „față-în-față" astfel încât aceștia să își poată da mai bine seama despre emoțiile și sentimentele partenerului de negociere, ei utilizând sistemele computerizate de tranzacționare, rămân totuși metode reale de identificare a acestora, chiar și prin intermediul calculatorului.

Astfel, frecvența introducerii ordinelor de tranzacționare, prețurile și diferențele de preț la care sunt plasate ordinele în piață, frecvența modificării acestora sau rapiditatea în anularea ordinelor oferă participanților la piață elemente clare în ceea ce privește starea generală emotivă a acestora. Spre exemplu, atunci când în piață sunt modificate extrem de des prețurile ordinelor afișate, iar diferența în *pipși* [12] este relativ scăzută, acesta este un semn că participanții la piață așteaptă ceva, poate o știre, o declarație publică sau rezultate financiare, iar anticipările acestora sunt divergente.

[12] Un *pip* (*percentage in point* sau *price interest point*) reprezintă cel mai mic pas de preț la care pot fi introduse ordine de tranzacționare în piață.

CAPITOLUL 3.

Comportamentul brokerilor din România în condiții de criză

Începând cu anul 2008, în marile piețe financiare ale lumii a putut fi constatată o volatilitate excesivă a cotațiilor instrumentelor financiare listate. Poate nu întâmplător se vorbește despre debutul acelei crize, tocmai din anul 2008. În contextul unei vaste literaturi de specialitate care abordează aspecte referitoare la posibile cauze ale apariției baloanelor speculative și efectele pe care spargerea acestora le poate avea asupra economiei reale, tot mai mulți cercetători și analiști renumiți din lumea întreagă își îndreaptă atenția spre identificarea unor noi cauze ale crizelor economice și financiare (Brooks & Katsaris, 2003). Domeniul care suscită un deosebit interes în ultimul timp este cel legat de luarea deciziei de investire. În acest sens, studierea modului în care emoțiile sub forma lăcomiei, fricii sau extazului influențează luarea deciziei de investire la nivelul participanților la piață, devine de mare interes, așa cum s-a arătat în capitolul precedent. Comportamentul investițional, ca domeniu relativ nou de cercetare capătă noi valențe odată cu aportul unor cercetări intense în acest domeniu. Acesta se axează, în special, pe analiza factorilor de natură psihologică care afectează luarea deciziei de investire, mai ales în condiții de incertitudine.

Elementele legate de finanțele comportamentale (*behavioral finance)* reprezintă, așa cum am spus mai devreme în capitolul precedent, un domeniu relativ recent de cercetare, care aduce un plus important celorlate teorii existe, prin introducerea în această ecuație a unor elemente legate de comportamentul investițional în procesul de luare a deciziilor. În anul 2002, premiul Nobel pentru economie a fost câștigat de către doi cercetători: Daniel Kahneman și Vernon Smith. Contribuția psihologului Kahneman a fost semnificativă și a vizat perspectivele integrate de cercetare psihologică în domeniul științelor economice, în ceea ce privește judecata umană și luarea deciziilor în condiții de incertitudine. Contribuția științifică a lui Vernon Smith s-a bazat pe experimente de laborator utilizate în analiza economică empirică, mai ales în studierea unor mecanisme alternative de piață. Contribuția semnificativă a psihologului Kahneman în acest domeniu a dat startul unei noi orientări pentru economiști în a înțelege și analiza evoluțiile de ansamblu ale pieței și din perspectiva comportamentului investițional al actorilor din piață.

Teoria piețelor eficiente, dezvoltată de Eugene Fama începând cu anul 1965 este cea mai cunoscută paradigmă a ultimilor 50 ani în domeniul finanțelor, dar probabil și cea mai controversată și contestată. Inițiatorul acestei teorii spune că: „O piață eficientă este precum una pe care există un număr mare de agenți rațional care își maximizează profiturile, sunt angajați într-o concurență permanentă și care încearcă să prezică cursul viitor al acțiunilor, pentru care informația curentă este disponibilă aproape gratuit pentru toți participanții. Pe o piață eficientă, concurența dintre numeroșii participanți inteligenți conduce la o situație în care, în fiecare moment, prețurile reflectă deja efectele informațiilor trecute dar și anticipările. Altfel spus, pe o piață eficientă, prețul curent al acțiunii va fi în orice moment un bun estimator al valorii sale fundamentale" (Fama, 1965). Ulterior, în anul 1970 Eugene Fama completează propria teorie a piețelor eficiente și spune că: „O piață eficientă este o piață pe

care prețul reflectă perfect și în mod permanent informația disponibilă" (Fama, 1970) și distinge între cele 3 niveluri de eficiență, respectiv: eficiență slabă, eficiență semiforte (sau semi-puternică) și eficiență forte (sau puternică).

În practică și mai ales prin cercetările întreprinse, s-a putut constata că cea mai mare parte a piețelor financiare prezintă o formă slabă a eficienței informaționale, în unele cazuri o formă semi-forte a acesteia. Aspectul care pune la îndoială veridicitatea formei puternice a eficienței informaționale se referă la asimetria informațională (Bako, 2006, p. 75).

Din punctul nostru de vedere, într-o piață eficientă lipsesc oportunitățile de arbitraj, dar și diferențele dintre prețul de piață al titlului financiar și valoarea sa actuală, prețul de piață reflectând valoarea sa intrinsecă (Reuters, 2000), ceea ce însemnă că riscul și prețul-timp al banilor este luat în considerare.

Poate unul dintre cei mai înverșunați critici ai teoriei piețelor eficiente vine din practica piețelor financiare, respectiv investiții – George Soros. Acesta este de părere că teoria piețelor eficiente este falsă și înșelătoare, că piețele nu tind în nici un caz către situația de echilibru (Soros, 2006, p. 6). El spune că: „*Prețurile de pe piață nu rezultă dintr-un echilibru teoretic într-o manieră aleatorie, așa cum susține paradigma actuală. Opiniile participanților și ale celor ce dirijează piața nu corespund niciodată stării de fapt; piețele nu ajung niciodată la echilibrul postulat de teoria economică*." (Soros, 2008, p. 9).

Începând cu anul 1987, Soros a început să își facă cunoscută propria sa teorie asupra piețelor financiare, teorie pe care a denumit-o „teoria reflexivității". Conceptul de gândire pe care Soros îl abordează în dezvoltarea teoriei sale se bazează în mare parte pe ideile profesorului său, Karl Popper de la London School of Economics (Soros, 2008). Teoria reflexivității propusă de Soros are la bază *raportul dintre gândire și realitate*, acesta luând în considerare factorul subiectiv care intervine în procesul investițional și căruia îi atribuie un rol esențial. Potrivit acestei teorii, toți participanții pieței nu își pot baza deciziile investiționale doar pe cunoaștere, aceasta deoarece asupra deciziilor investiționale intervin și percepții de natură subiectivă, care pot influența semnificativ prețurile din piață. Soros este de părere că, așteptările investitorilor nu pot fi considerate cunoaștere, motiv pentru care în ecuația luării deciziei de investire mai trebuie introdus un element de judecată. Teoria reflexivității este bazată pe conceptul de failibilitate (fallibility), potrivit căruia participanții la piață nu își pot baza deciziile investiționale doar pe cunoaștere, ci și pe conceptul de reflexivitate.

Această teorie a reușit să reorienteze gândirea sau cel puțin să pună la îndoială soliditatea teoriei piețelor eficiente în rândul unor oameni de știință, printre care și Burton Malkiel care, într-un interviu a declarat, ușor ironic că: „piețele noatre sunt realmente, în cea mai mare parte a timpului, extraordinar de eficiente" (Town, 2008)

Conform lui Town, teoria piețelor eficiente este încadrată unei liste a celor trei mituri ale plasamentelor financiare, pe lângă teoria clasică mai sunt incluse aici și mitul conform căruia trebuie sa fii expert ca să administrezi bani, precum și mitul diversificării portofoliului (Town, 2008).

3.1. Metodologie și date

De multe ori, în mediul investițional și mai ales în investițiile pe bursele de valori, brokerii se confruntă cu unele idei preconcepute în ceea ce privește modul în care aceștia iau decizia de investire. În multe situații, luarea deciziei de investire este foarte dificil de realizat, aceasta datorită multitudinii factorilor de influență ce intervin asupra acesteia. Brokerii trebuie să își păstreze întotdeauna obiectivitatea în ceea ce privește luarea deciziei de investire, chiar dacă psihicul acestora le spune altceva sau unele sentimente și emoții intervin în procesul decizional. Considerăm că emoțiile, sentimentele, modestia sau lăcomia brokerilor, influențează într-o foarte mare măsură luarea deciziei de investire a acestora.

Ne propunem așadar analiza celor mai importanți factori de natură subiectivă ce intervin în luarea deciziei de investire a brokerilor din piața de capital românească. Pentru analiza acestor factori subiectivi de influență am utilizat metoda chestionarului și metoda interviului, grupul țintă al acestora fiind reprezentat de brokerii activi pe piața de capital din România. Rezultatele obținute în urma chestionarului aplicat arată înclinația pe care brokerii din România o au pentru acceptarea riscului în investițiile lor dar și elemente legate de propria evaluare a sentimentelor implicate în luarea deciziei lor de investire. Rezultatele obținute în urma interviului aplicat, vin în completarea rezultatelor obținute prin aplicarea chestionarului, astfel încât în urma celor două metode folosite am putut contura un cadru general în care brokerii din România își asumă luarea deciziei de investire.

Am urmărit astfel câteva aspecte legate de personalitatea brokerilor activi în piața de capital românească, referindu-ne la măsura în care aceștia se consideră dinamici, agresivi, chibzuiți, prudenți sau moderați atunci când iau o decizie de a investi în piața de capital. Am analizat modul în care aceștia se raportează la aspectele fiscale, respectiv stabilitatea, predictibilitatea și presiunea fiscală, percepția riscului asumat, nivelul volatilității considerată acceptabilă, scadența investițiilor lor respectiv recomandările acestora pentru clienții lor.

Analiza comportamentului investițional se bazează pe două seturi de chestionare și interviuri similare dar care au fost aplicate în momente de timp diferite. Primul chestionar și interviu a fost aplicat în perioada ce a urmat imediat crizei (februarie-martie 2012), astfel încât concluziile desprinse din acestea să poată contura comportamentul brokerilor din România pe timp de criză. Cel de al doilea chestionar și interviu a fost aplicat în perioada iunie-iulie 2015, așadar brokerii au putut resimți efectele relansării economice respectiv schimbarea de trend pe piețele financiare, noi putând contura astfel comportamentul brokerilor din România în condițiile relansării economice. Cele două perioade le abordăm distinct în două capitole diferite, astfel încât să putem desprinde cele mai relevante concluzii.

Așadar, pentru a analiza comportamentul investițional al brokerilor din România în condiții de criză, am utilizat un chestionar cu un conținut de 34 de întrebări adresate brokerilor din piața de capital românească. Acest chestionar a fost distribuit tuturor agenților de servicii de investiții financiare autorizați să opereze tranzacții pe piața de capital românească, pe cele două burse reprezentative: Bursa de Valori București (BVB) și Sibiu Stock Exchange[13] (SIBEX), în perioada februarie-martie 2012, așadar surprinde elemente ale comportamentului investițional al brokerilor în situația unui declin generalizat al pieței. Cu toate că rata de răspuns

[13] Denumirea inițială a acesteia: Bursa Monetar Financiară și de Mărfuri Sibiu.

la acest chestionar a fost destul de redusă, analiza se bazează pe un număr de 93 de chestionare completate. Numărul agenților de servicii de investiții financiare autorizați de Autoritatea de Supraveghere Financiară la acea dată să desfășoare activitate în piața de capital românească, a fost de 624 de persoane. Așadar rata de răspuns este de 14,90%. Datele au fost prelucrate utilizând programul SPSS versiunea 20.0. Chestionarul este prezentat în Anexa1.

Pentru a completa acuratețea analizei bazată pe chestionar, am recurs și la aplicarea unui interviu asupra a 5 brokeri. Interviul s-a desfășurat în perioada iunie-iulie 2012 și a avut un conținut de 4 întrebări, durata interviului fiind de aproximativ 10 de minute pentru fiecare respondent.

Dat fiind faptul că brokerii, și nu numai aceștia, reacționează diferit pe trenduri diferite ale pieței (ascendent și descendent), considerăm că interviul aplicat în perioada iunie-iulie 2012 vine să completeze un tablou privind comportamentul brokerilor din România și pe un trend descendent. Interviul a fost susținut cu 5 brokeri activi pe piața de capital din România. Din motive de confidențialitate, voi denumi brokerii cu inițiale, astfel: A,B,C,D și E. Toți cei 5 brokeri lucrează la societăți de servicii de intermediere financiară, autorizate de către Autoritatea de Supraveghere Financiară, având vârsta cuprinsă între 25 și 45 ani, atât femei cât și bărbați.

Deși rata de răspuns a fost redusă, totuși rezultatele chestionarului permit conturarea unor comportamente ale brokerilor de pe piața de capital din România, chiar dacă rezultatele nu pot fi generalizate.

3.2. Temerile brokerilor

După o atentă analiză a posibilelor temeri pe care brokerii din România le-ar putea avea în relație cu activitatea investițională pe care aceștia o desfășoară, am luat în considerare următoarele:

- rata inflației,
- știri și informații nefavorabile apărute în piață,
- un declin generalizat al pieței,
- posibilitatea existenței unei piețe manipulate.

În urma analizei rezultatelor chestionarului, am putut constata că pentru 19,35% dintre brokerii chestionați, rata inflației reprezintă într-adevăr o reală temere în ceea ce privește obiectivele lor investiționale (vezi figura 3-1). De asemenea, un procent de 22,58% dintre aceștia sunt de acord că rata inflației reprezintă pentru ei un aspect important pe care îl iau în considerare când își stabilesc obiectivele investiționale.

Oarecum paradoxal însă, pentru un procent de 25,81% rata inflației este un aspect neglijabil pentru brokerii din România, în timp ce 9,68% dintre ei manifestă un total dezacord iar 22,58% manifestă un dezacord cum că rata inflației ar trebui să reprezinte o temere.

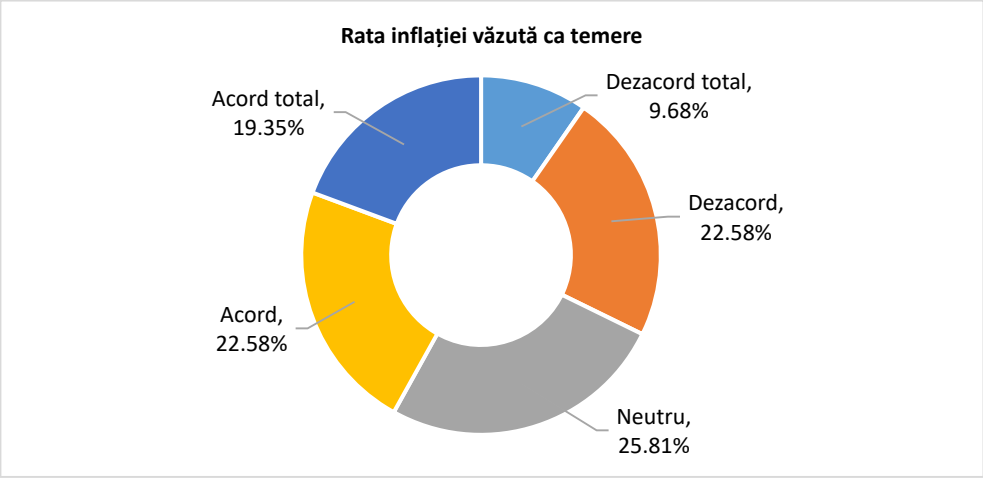


Figura 3-1. ***Rata inflației văzută ca temere de către brokeri în condiții de criză***
Sursa: prelucrări proprii

Dacă am elimina din această analiză procentul celor indecișI adică 25,81%, am putea considera că un procent de 41,93%[14] văd rata inflației ca o temere pentru obiectivele lor investiționale în timp ce un procent de 32,26%[15] consideră că rata inflației nu poate reprezenta o temere pentru ei. Putem concluziona așadar că cel puțin pe timp de criză, brokerii din România consideră rata inflației ca fiind o temere în atingerea obiectivelor lor investiționale.

În urma interviului susținut cu brokerul B, la întrebarea: *„Considerați că rata inflației poate afecta atingerea obiectivelor dumnevoastră investiționale? În ce măsură și în ce fel?”*, acesta a răspuns:

> *„Bineînțeles că da. Cred că toți investitorii se tem într-o oarecare măsură de efectele ratei inflației. Vă dați seama că eu dacă reușesc să marchez un profit de, să zicem, 1,5% într-o tranzacție și asta în condițiile crizei prin care tocmai am trecut, mi se pare că am fost grozav și foarte inspirat. Dar dacă mă uit mai bine în piață și văd că rata inflației este de aproximativ 2,40%, cât a fost în trimestrul I, nu știu dacă clientul meu va fi la fel de încântat de tranzacțiile pe care le-am propus. Se prea poate ca după criza prin care am trecut, să ne speriem repede de orice știre și să fim mai atenți la orice credem că ar avea legătură cu investițiile la bursă.”*

În mod evident, răspunsul brokerului B vorbește de la sine și confirmă oarecum rezultatele obținute în urma chestionarului aplicat – brokerii se tem că rata inflației afectează în mare măsură strategia lor investițională.

Brokerii A, D și E au confirmat prin răspunsurile lor, opinia brokerului B vis-à-vis de rata inflației văzută ca temere în atingerea obiectivelor lor investiționale.

Toate aceste rezultate reliefează percepția brokerilor din România despre rata inflației văzută ca temere, în condiții de criză.

[14] 22,58% acord + 19,35% acord total = 41,93%
[15] 22,58% dezacord + 9,68% dezacord total = 32,26%

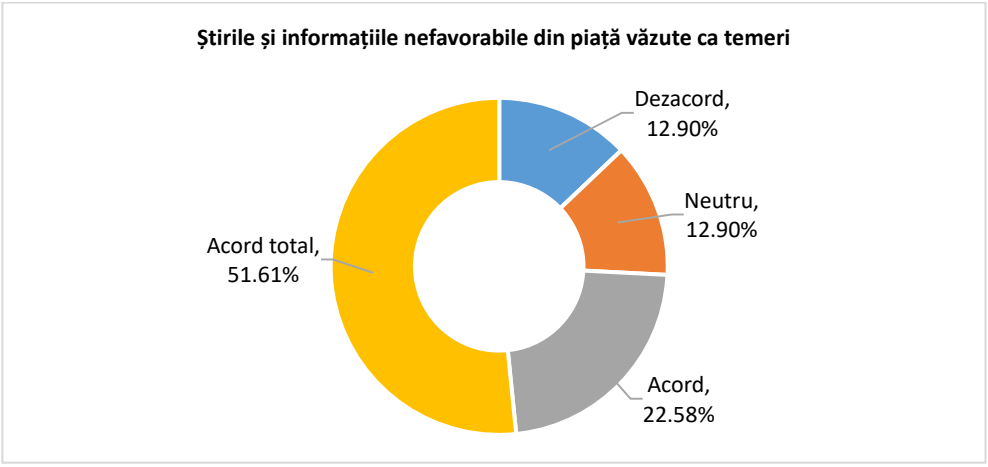


Figura 3-2. ***Știrile și informațiile nefavorabile din piață văzute ca temeri de către brokeri, în condiții de criză***
Sursa: prelucrări proprii

Brokerii care au declarat că se tem considerabil (acord total) de eventualele știri sau informații nefavorabile din piață (vezi figura 3-2) sunt într-un procent foarte mare – de 51,61%, acestora adăugându-li-se un procent de 22,58% care cred același lucru însă într-o mai mică măsură (acord). Așadar, peste 74% dintre brokerii chestionați consideră că apariția în piață a unor informații sau zvonuri nefavorabile va avea un efect negativ asupra atingerii obiectivelor lor investiționale. Paradoxal însă, pentru 12,90% dintre brokerii respondenți, eventualele știri negative din piață nu pot sub nici o formă să afecteze obiectivele lor investiționale. Pentru alți 12,90% acest aspect poate fi considerat unul neglijabil. De menționat în acest caz este faptul că nici un broker nu a dat un răspuns pentru un dezacord total, cum că știrile și informațiile nefavorabile din piață reprezintă temeri pentru ei.

În urma interviului cu *brokerul C,* la întrebarea „*Considerați că eventualele știri sau informații nefavorabile ajunse în piață pot afecta obiectivele dumneavoastră investiționale?*", acesta a răspuns:

> *„Normal că da, toți investitorii se tem ca în piață să nu ajungă la un moment dat știri nefavorabile, ba mai mult decât atât, și zvonurile negative despre o companie de exemplu reprezintă în sine o temere. Nu degeaba spunea un mare investitor celebra vorbă despre zvonuri: cumpără pe zvonuri și vinde pe fapte".*

Brokerul C, prin răspunsul lui confirmă rezultatele chestionarului. Așadar putem spune că majoritatea brokerilor din piața de capital românească, pe timp de criză se tem de eventualele știri și informații nefavorabile din piață, pe lângă acestea ei includ inclusiv zvonurile în categoria temerilor ce trebuie luate în considerare la stabilirea strategiei lor investiționale. Din răspunsurile tuturor celorlalți brokeri intervievați, concluzia esențială este aceeași.

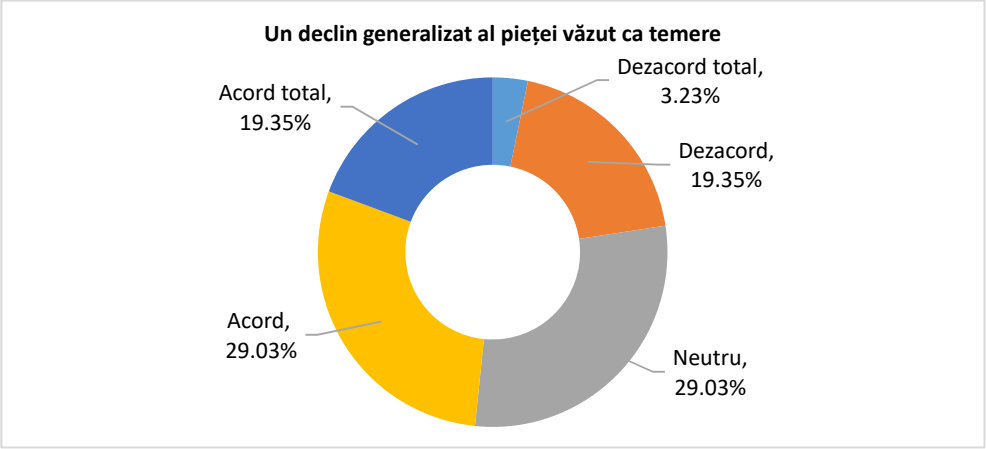


Figura 3-3. ***Un declin generalizat al pieței văzut ca temere de către brokeri în condiții de criză***
Sursa: prelucrări proprii

Putem observa din frecvențele prezentate în figura 3-3 că brokerii din România se tem de un declin generalizat al pieței, în condiții de criză. Faptul că un procent de 29,03% din brokeri sunt de acord că un declin generalizat al pieței ar fi un factor destabilizator puternic pentru atingerea obiectivelor investiționale, dar și cei 19,35% care sunt întru totul de acord cu acest aspect, ne poate indica faptul că piața de capital românească este o piață foarte expusă riscurilor manifestate de schimbările de trend (Ciobanu & Sechel, 2012). Un aspect poate îmbucurător este faptul că după un declin generalizat al pieței între toamna anului 2008 și 2010, un procent de 29,03% dintre brokeri consideră ca fiind un aspect neglijabil această temere, iar 22% dintre aceștia consideră că un declin generalizat al pieței nu mai reprezintă o temere pentru ei. Putem concluziona din aceste răspunsuri că brokerii au învățat multe în urma crizei în ceea ce privește comportamentul lor investițional.

În urma interviului cu *brokerul A*, la întrebarea: „*Vă e teamă că un posibil declin generalizat al pieței va afecta obiectivele dumneavoastră investiționale?*”, acesta a răspuns:

> *„*[zâmbește] *Dacă m-ai fi întrebat asta acum 5 ani, clar ți-aș fi spus că nu. Dar acum, nu știu ce să zic. Am marcat pierderi enorme ca urmare a declinului general al pieței, înainte nu aș fi crezut că pot să fac asta fără prea mari regrete. Cred că da, cred că îmi e frică ca piața să nu cadă din nou generalizat, dar cred totuși că îmi e frică mai tare de reacțiile clienților mei într-o astfel de situație”.*

Răspunsul brokerului A ne dă foarte multe elemente relevante despre comportamentul investițional al acestuia în condiții de criză, respectiv în situația unui declin generalizat al pieței. Pe de o parte spune că în condițiile unui trend pozitiv, nu s-ar teme de un posibil declin generalizat, aceasta probabil pentru că în astfel de condiții este destul de greu să îți imaginezi măcar că acest lucru se poate întâmpla. Pe de altă parte, recunoaște că experiența ultimilor ani l-au făcut să se gândească de două ori la acest aspect și admite că s-ar teme de un eventual declin generalizat, dar surprinzător aduce în discuție reacția clienților săi la o astfel de situație. Cel mai probabil, brokerul A a avut de înfruntat atitudinea ostilă a unor clienți nemulțumiți de faptul că brokerul lor a trebuit să marcheze pierderi substanțiale în conturile lor, ca urmare a declinului generalizat al pieței.

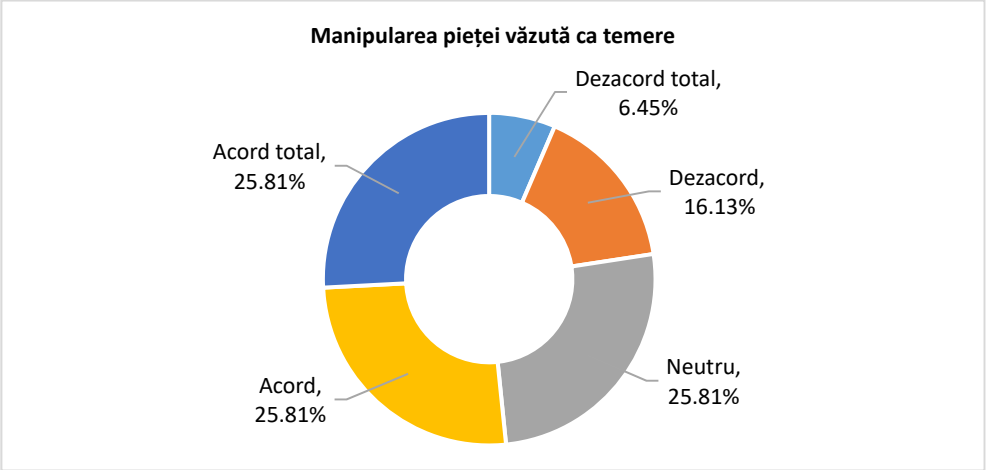


Figura 3-4. ***Manipularea pieței văzută ca temere de către brokeri în condiții de criză***
Sursa: prelucrări proprii

Un aspect foarte important care merită luat în considerare, mai ales într-o piață de capital cum este cea a României aflată încă la început de drum, este cel legat de posibilitatea existenței unei piețe manipulate. Foarte îngrijorător este faptul că un procent de peste 51% dintre brokerii respondenți consideră investițiile lor în piața de capital românească o adevărată provocare în condițiile unei posibile manipulări a pieței (vezi figura 3-4). De remarcat în acest caz este faptul că doar un procent de 6,45% dintre aceștia consideră că nu poate fi vorba în nici un caz de o manipulare a pieței, iar 16,13% nu cred nici ei acest lucru. Cei 25,81% dintre brokerii care se declară neutri la acest aspect, reprezintă un procent destul de mare al brokerilor care nu știu cum să aprecieze acest risc, al posibilității de manipulare a pieței.

În urma interviului cu *brokerul E*, la întrebarea: „*Vă este teamă de faptul că piața de capital românească ar putea fi manipulată la un moment dat?*", acesta a răspuns:

> *„Grea întrebare …* [zâmbește] *Nu aș vrea să mă gândesc la această posibilitate. Dealtfel, cred că cel puțin în ultima perioadă, nu se poate vorbi despre așa ceva. Scăderile abrupte din piață nu s-au întâmplat numai la noi, e vorba despre un picaj generalizat în întreaga lume. Se prea poate să mai existe pe piața noastră unele interese în manipularea prețului, dar nu cred să fie atât de evidente încât să poată crea senzația de frică în piață vis-à-vis de posibilitatea de manipulare".*

Din analiza răspunsului brokerului E la această întrebare ne putem da seama că cel puțin pe timp de criză, acesta nu crede că posibilitatea de manipulare a pieței poate reprezenta o temere pentru actorii din piață. Acesta argumentează poziția sa prin faptul că la nivel global majoritatea piețelor s-au înscris pe un trend descendent, în consecință scăderile înregistrate pe bursele din țara noastră se datorează în primul rând crizei financiare globale. Dar, cu toate acestea el nu exclude posibilitatea existenței unor acțiuni de manipulare a pieței, de anvergură ceva mai redusă astfel încât acestea să nu reprezinte o temere. Cel mai probabil acest broker resimte mult mai pregnant alte temeri vis-à-vis de strategiile investiționale utilizate, în perioada de criză.

Brokerii A și C au confirmat prin răspunsurile lor poziția adoptată de brokerul E, cum că posibilitatea de manipulare a pieței nu poate reprezenta o temere pentru obiectivele lor investiționale. Contrar acestora însă, brokerii B și D prin răspunsurile lor au confirmat că posibilitatea de manipulare a pieței poate reprezenta o reală temere chiar și în perioada de criză.

3.3. Percepția riscului în viziunea brokerilor

Riscul, respectiv nivelul acestuia, pe care fiecare broker și-l asumă reprezintă un element foarte important care stă la baza luării deciziei de investire. Atunci când vorbim despre risc, în mod automat ne gândim la probabilitatea și la posibilitatea de apariție a acestuia (Mionel (Pană), 2010, p. 203). Odată incluse aceste două dimensiuni în ecuație, putem spune că luarea deciziei de investire devine una dificil de luat dar și de asumat, probabilitatea respectiv posibilitatea de apariție și manifestare a unui risc putând fi în multe dintre cazuri foarte dificil de cuantificat. Orice broker cuantifică riscul asociat unei tranzacții pe bursă conform unei scări proprii de evaluare a riscului. Pe baza acestei scări de evaluare ei vor decide dacă o investiție este riscantă sau nu pentru ei și vor putea astfel decide asupra asumării riscului.

În literatură găsim informații conform cărora un broker își va asuma un risc suplimentar atâta timp cât câștigul pe care acesta îl poate obține este mai mare. Așadar, noțiunea de risc poate fi asociată celei de câștig potențial (Jacquillat & Solnik, 1997, p. 82).

Este important în acest caz, ca fiecare broker activ să își stabilească în mod clar nivelul riscului pe care îl acceptă pentru tranzacțiile sale. Pentru stabilirea acestui nivel, el va lua în considerare în primul rând propria sa atitudine față de risc dar și propria personalitate.

În figura 3-5 putem observa că majoritatea brokerilor din piața de capital românească manifestă o aversiune medie față de risc (74,19% dintre aceștia), 16,13% dintre ei declară că manifestă o aversiune scăzută față de risc, și doar un procent de 9,68% declară că au o aversiune mare față de risc. Din răspunsurile primite din partea brokerilor am constatat că fiecare dintre aceștia acordă o anumită importanță riscului, oricât de mică ar fi aceasta. De remarcat este faptul că nu există broker pentru care riscul nu este important în luarea deciziei de investire.

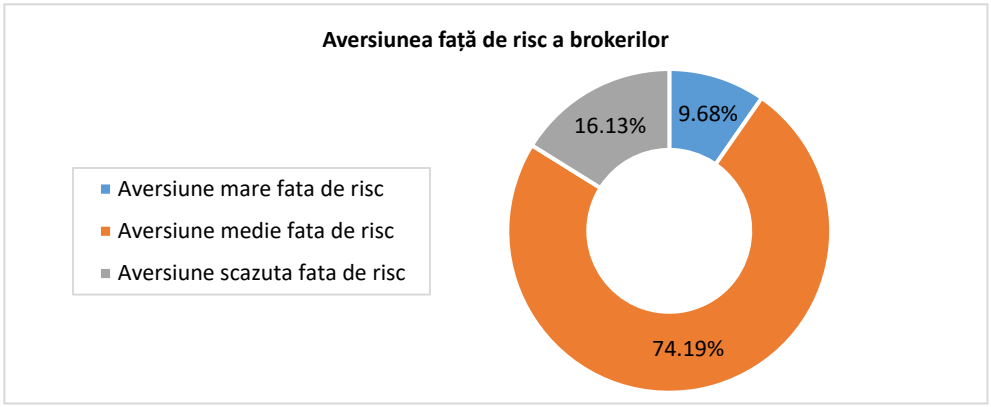


Figura 3-5. ***Aversiunea față de risc a brokerilor în condiții de criză***
Sursa: prelucrări proprii

Brokerii care au declarat că manifestă o mare aversiune față de risc (9,68%) pot fi încadrați categoriei brokerilor defensivi, așa cum îi numește Graham (Graham, 2010, p. 364) Aceștia utilizează frecvent metode de protecție împotriva riscului iar preferințele lor în materie de investiții sunt reprezentate de acțiunile de creștere. De cealaltă parte sunt brokerii care declară că manifestă aversiune scăzută față de risc (16,13%) iar preferințele investiționale ale acestora sunt reprezentate de instrumentele financiare cu efect de levier mare. Pentru aceștia din urmă, volatilitatea din piață nu reprezintă altceva decât oportunitatea marcării unor câștiguri. Brokerii cu aversiune medie față de risc (74,19%) au așteptări în concordanță cu evoluția generală a pieței.

Am analizat aversiunea față de risc a brokerilor din piața de capital românească, sumele investite respectiv eficiența activității acestora, în corelație cu cele patru categorii de temeri luate in considerare, respectiv:

- Temerea legată de un declin generalizat al pieței.
- Temerea legată de nivelul ratei inflației din piață.
- Temerea legată de existența unor știri și informații nefavorabile în piață.
- Temerea legată de manipularea pieței.

În prima etapă am verificat dacă distribuția variabilelor este una normală sau nu, utilizând un coeficient *z* calculat în funcție de valoarea Skewness și Kurtosis respectiv eroarea standard a acestora, astfel:

$$z = \frac{\text{Mărimea Skewness}}{\text{Eroarea standard a Skewness}} \quad \text{și} \quad z = \frac{\text{Mărimea Kurtosis}}{\text{Eroarea standard a Kurtosis}}$$

Așa cum se știe, o valoare a coeficientului z situată între -1,96 și +1,96, ne arată că datele nu diferă semnificativ de normalitate, așadar au o distribuție normală. În cazul nostru, pentru variabilele luate în calcul (aversiunea față de risc și cele 4 categorii de temeri), condiția de normalitate se validează doar pentru variabilele: aversiunea față de risc, temerea legată de un declin generalizat respectiv temerea legată de manipularea pieței. Pentru celelalte două variabile (temerea legată de rata inflației și temerea legată de existența unor știri și informații nefavorabile în piață) condiția de normalitate nu este validată. Din această cauză, am aplicat asupra acestor 5 variabile testul Shapiro-Wilk, pentru care ipoteza nulă presupune că datele au distribuție normală dacă $p > 0.05$. În urma acestui test, ipoteza nulă a fost respinsă pentru toate variabilele, deoarece p are valoarea 0.000. Existența distribuției normale a fost respinsă și în urma analizei histogramelor (normal Q–Q Plot and Box Plots). Am considerat așadar că pentru a verifica legătura între variabile, cel mai adecvat ar fi un test non-parametric, în cazul nostru Spearman Correlation.

Obiectivul nostru la acest nivel al analizei este de a verifica existența legăturii între diverse variabile dependente și temerile brokerilor. În tabelul 3-1, prezentăm valoarea coeficientului de corelație Spearman între aversiunea față de risc a brokerilor din piața de capital românească și cele patru temeri ale acestora.

Tabel 3-1. ***Coeficientul de corelație Spearman – aversiunea față de risc a brokerilor în condiții de criză***

Temeri ale brokerilor/ Aversiunea față de risc	Spearman's rho Correlation Coeficient	Sig (2-tailed)

Temere declin generalizat	0.074	0.478
Temere rata inflatiei	0.111	0.292
Temere stiri si informatii nefavorabile	0.294 **	0.004
Temere manipularea pietei	0.192	0.065

Corelația este semnificativă la un nivel al lui p de 0.01 (2-tailed)**
Sursa: prelucrări proprii

Se poate observa că există o legătură semnificativă între aversiunea față de risc a brokerilor din piața de capital românească și temerea legată de știrile și informațiile nefavorabile din piață (deoarece $p < 0.05$), aceasta în condiții de criză. Fiind o corelație pozitivă între acestea, putem spune că: cu cât brokerii resimt o frică mai mare față de știrile și informațiile nefavorabile din piață, cu atât aceștia manifestă o aversiune mai mare față de risc. În mod paradoxal însă, nu există o legătură semnificativă între aversiunea față de risc a brokerilor și celelalte 3 categorii de temeri luate în considerare. Următorul cel mai apropiat rezultat al lui *p* față de nivelul său de semnificație îl regăsim în corelația dintre aversiunea față de risc a brokerilor și temerea legată de manipularea pieței. Putem considera așadar că temerea legată de posibilitatea manipulării pieței are influență asupra aversiunii față de risc a brokerilor din piața de capital românească.

Tabel 3-2. *Coeficientul de corelație Spearman – suma investițiilor în condiții de criză*

Temeri ale brokerilor/Suma investițiilor	Spearman's rho Correlation Coeficient	Sig (2-tailed)
Temere declin generalizat	−0.010	0.928
Temere rata inflatiei	0.049	0.638
Temere stiri si informatii nefavorabile	0.055	0.602
Temere manipularea pietei	−0.113	0.281

Corelația este semnificativă la un nivel al lui p de 0.01 (2-tailed)**
Sursa: prelucrări proprii

Din tabelul 3-2, conform coeficientului de corelație Spearman, putem deduce că suma investițiilor realizate de brokerii din România nu are o legătură semnificativă cu niciuna din cele patru categorii de temeri luate în considerare. Observăm totuși că două dintre temeri prezintă o legătură inversă, slabă în cazul temerii legate de manipularea pieței și o legătură foarte slabă în cazul temerii legate de un declin generalizat al pieței. În mod logic, atunci când teama brokerilor este mare vis-à-vis de posibilitatea existenței unei piețe manipulate, sumele investite de către aceștia în piața de capital vor fi mai mici. În mod similar, cu cât brokerii vor resimți o frică mai accentuată față de un posibil declin generalizat al pieței, cu atât sumele investite de către aceștia vor fi mai mici.

Tabel 3-3. Coeficientul de corelație Spearman – eficiența activității în condiții de criză

Temeri ale brokerilor/Eficiența activității	Spearman's rho Correlation Coeficient	Sig (2-tailed)
Temere declin generalizat	−0.015	0.887
Temere rata inflatiei	0.073	0.488

Temere stiri si informatii nefavorabile	0.370 **	0.000
Temere manipularea pietei	0.277 **	0.007

Corelația este semnificativă la un nivel al lui p de 0.01 (2-tailed)**
Sursa: prelucrări proprii

În mod ușor paradoxal, eficiența activității brokerilor din piața de capital românească (vezi tabelul 3-3) prezintă o legătură semnificativă directă cu temerea legată de existența unor știri și informații nefavorabile în piață respectiv cu cea legată de posibilitatea existenței unei piețe manipulate. Acest lucru poate fi însă explicat prin faptul că brokerii din piața de capital românească prezintă o anumită înclinație spre speculație (Sechel I. , 2014). Așadar, cu cât aceste două temeri sunt mai accentuate cu atât eficiența activității lor va fi mai bună.

Brokerii vor specula întotdeauna mișcările de preț din piață și vor căuta marcarea de profituri chiar și în condițiile asumării unor riscuri nejustificate (Mionel (Pană), 2010, p. 206). În opinia lor, variațiile de preț nu reprezintă altceva decât oportunitatea unor noi câștiguri, Benjamin Graham încadrându-i categoriei *investitorilor (brokerilor) întreprinzători* (Graham, 2010, p. 91).

Cu toate că datele nu reliefează o corelație semnificativă între eficiența activității brokerilor și temerea legată de un declin generalizat al pieței, se poate observa că între acestea două există o legătură inversă foarte slabă. Așadar, posibilitatea existenței unui declin generalizat al pieței va determina o eficiență mai slabă a activității brokerilor.

Una dintre principalele strategii pe care brokerii trebuie să le ia în considerare, pentru a-și păstra în permanență capacitatea de gândire rațională, este de a încerca să evite stresul extrem, care de cele mai multe ori duce la decizii neinspirate (Montier, 2012). Preferința brokerilor pentru anumite strategii investiționale diferă în funcție de tipul de venit pe care îl preferă, iar aceste preferințe afectează comportamentul lor investițional respectiv luarea deciziei lor de investire (Levinson, 2014, p. 9).

3.4. Nivelul acceptat al volatilității

Atunci când vorbim despre nivelul riscului acceptat de către brokeri, în mod evident trebuie să abordăm și volatilitatea acceptabilă pentru aceștia. Nivelul volatilității acceptabile în condiții de criză de către brokerii din România poate fi evidențiat cu ajutorul figurii 3-6.

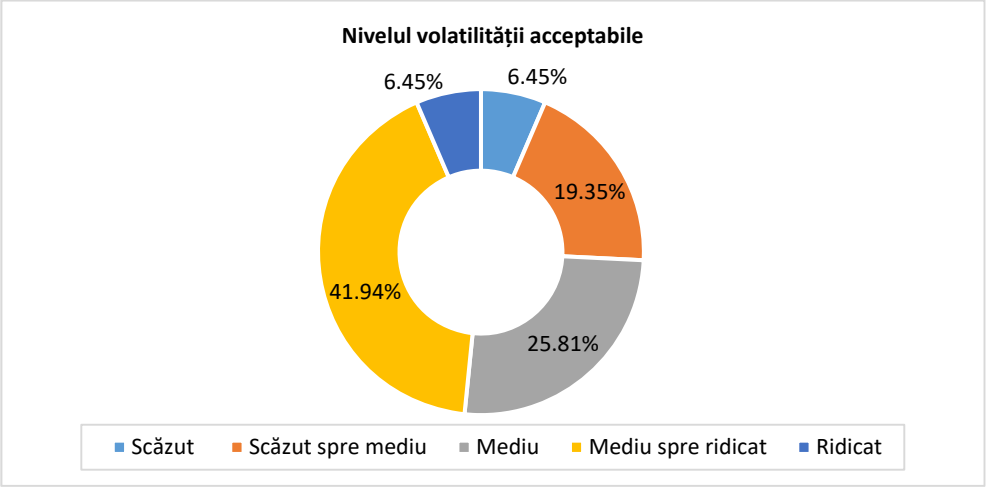


Figura 3-6. ***Nivelul volatilității acceptabile pentru atingerea obiectivelor în condiții de criză de către brokerii din piața de capital românească***
Sursa: prelucrări proprii

În urma rezultatelor obținute ca urmare a aplicării chestionarului, am constatat că 41,94% dintre brokerii din România consideră că un nivel mediu spre ridicat al volatilității din piață poate fi în concordanță cu atingerea obiectivelor lor. Un procent de 25,81% dintre brokeri consideră că o volatilitate medie în piață ar fi în concordanță cu obiectivele lor investiționale, iar 19,35% consideră un nivel scăzut spre mediu în concordanță cu obiectivele lor. De remarcat în acest caz este procentul de 6,45% dintre respondenți care consideră că o volatilitate scăzută în piață le-ar aduce beneficii mai mari. La fel, un procent de 6,45% dintre respondenți consideră că o volatilitate ridicată în piață ar fi benefică pentru acțiunile lor investiționale.

În baza rezultatelor prezentate până în acest moment, putem afirma că cei mai mulți brokeri respondenți din piața de capital românească,cel puțin în condiții de criză, manifestă o anumită înclinație spre tranzacții speculative, aceasta mai ales ca urmare a nivelului volatilității din piață pe care aceștia îl consideră ca fiind în concordanță cu obiectivele lor investiționale.

3.5. Scadența investițiilor realizate

Conform rezultatelor obținute în urma aplicării chestionarului asupra brokerilor din piața de capital românească în condiții de criză, putem reconfirma concluzia expusă mai devreme, referitoare la inclinația spre speculație a brokerilor, dacă privim lucrurile din perspectiva scadenței investițiilor realizate. Cei mai mulți brokeri respondenți din piața de capital românească își fixează un orizont de timp pentru investițiile lor fie de câteva săptămâni (35,48% dintre ei), fie de câteva luni (35,48% dintre ei), așa cum rezultă din datele figurii 3-

7. Brokerii care se consideră extrem de speculativi își fixează un orizont de timp de maxim câteva zile pentru investițiile lor (9,68% dintre ei). Considerăm că acest procent, de aproape 10% este ușor prea ridicat pentru o piață de capital la început de drum, ca cea a României. Efectul unei prezențe masive a participanților speculatori într-o astfel de piață poate constitui un factor destabilizator foarte puternic pentru întreaga piață. Așadar, din acest punct de vedere, Autoritatea de Supraveghere Financiară trebuie să fie foarte atentă la tranzacțiile încheiate de acești participanți.

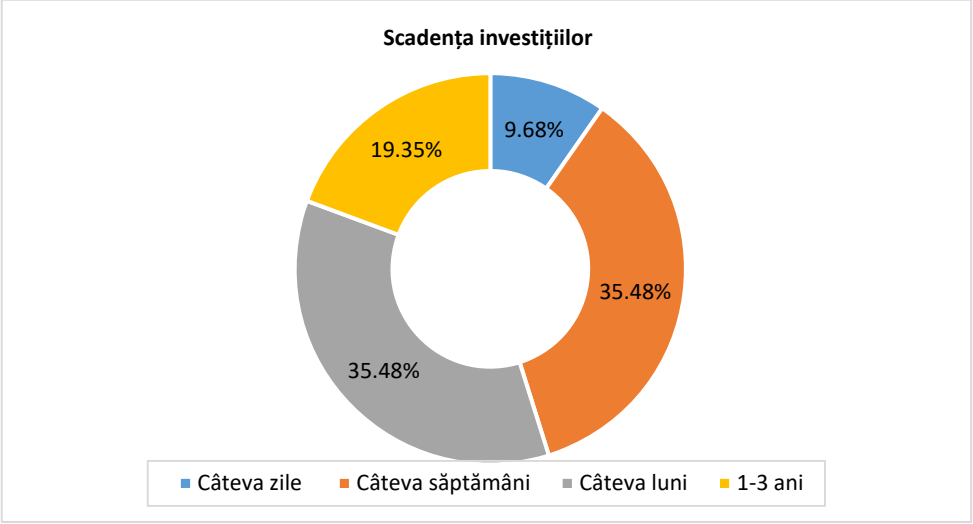


Figura 3-7. ***Scadența investițiilor realizate de brokerii din piața de capital românească în condiții de criză***
Sursa: prelucrări proprii

Brokerii mai conservatori, în procent de 19,35% declară că încheie tranzacții cu scadența între 1 și 3 ani, așadar aceștia sunt orientați pe termen ceva mai îndelungat. Niciunul dintre brokerii respondenți nu a declarat că încheie tranzacții cu o scadență mai mare de 3 ani. Acest lucru poate fi explicat din faptul că chestionarul a fost aplicat la începutul anului 2012, moment în care schimbarea trendului pe piață nu era încă evidentă, după mai mulți ani de scădere.

Putem concluziona așadar că, cel puțin din perspectiva orizontului de timp pentru care brokerii din România respondenți ai chestionarului nostru încheie tranzacții, s-au adaptat la nevoile pieței și ale clienților lor.

3.6. Recomandările brokerilor

În ceea ce privesc recomandările de investiții ale brokerilor din piața de capital românească, în perioada de criză, acestea se pot prezenta cu ajutorul datelor din figura 3-8:

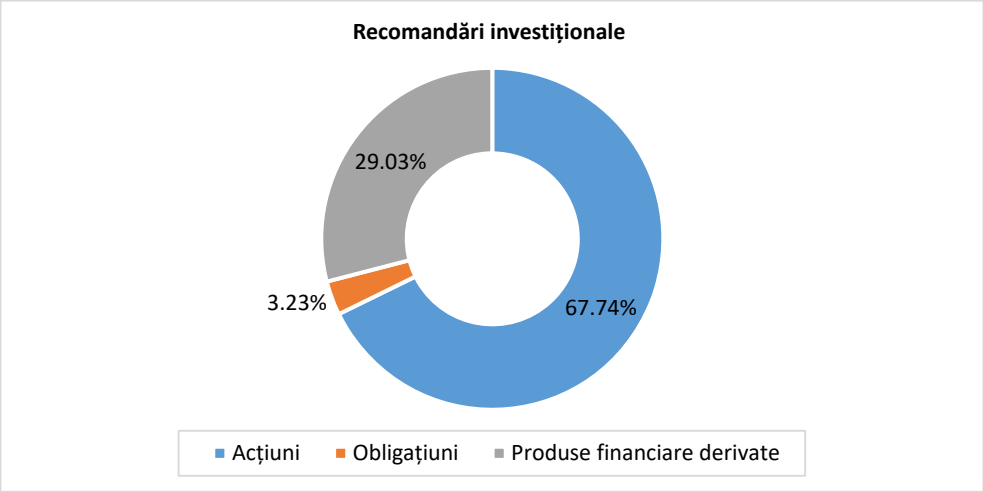


Figura 3-8. ***Recomandările investiționale ale brokerilor din piața de capital românească în condiții de criză***
Sursa: prelucrări proprii

Se poate observa din figura 3-8 că cei mai mulți dintre brokerii respondenți din piața de capital românească (67,74%) iau în considerare cel mai adesea investițiile în acțiuni, cel puțin pe timp de criză. Oarecum paradoxal, aceștia recomandă pentru investițiile clienților lor obligațiunile doar într-un procent de 3,23%, în timp ce 29,03% dintre aceștia recomandă investițiile în instrumente financiare derivate. Deși pe plan mondial, ponderea tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate este mult mai mare, procentul de 29,03% din brokerii din România care recomandă investițiile în astfel de instrumente financiare credem că este unul satisfăcător. Aceasta mai ales pentru că segmentul produselor financiare derivate este încă puțin dezvoltat în România.

Conform rezultatelor prezentate mai devreme, am putea fi tentați să infirmăm concluzia desprinsă mai devreme, referitoare la înclinația spre speculație a brokerilor din România, în condiții de criză. Există totuși o explicație suficient de pertinentă care să confirme din nou ipoteza expusă mai devreme. În România, piața la vedere este încă mai dezvoltată decât piața futures, motiv pentru care brokerii recomandă clienților lor investițiile în acțiuni. Poate puțin surprinzător în acest caz, niciun respondent nu a declarat că recomandă investițiile în fonduri mutuale, depozite bancare sau imobiliare.

Cei 29,03% din brokerii care declară că recomandă investițiile în instrumente financiare derivate, reconfirmă ipoteza expusă mai devreme și anume înclinația spre speculație a brokerilor din România.

3.7. Influența personalității brokerilor asupra comportamentului investițional al acestora

Este cunoscut faptul că personalitatea fiecărui individ are multiple fațete în ceea ce privește comportamentul regăsit în viața de zi cu zi a investitorilor la bursă. Decizia investițională și în particular decizia de investire în titluri listate la bursă, așa cum am arătat în capitolele precedente, este bazată pe analiza fundamentală respectiv pe analiza tehnică. Acest lucru ne este evidențiat de numeroase surse bibliografice specifice acestui domeniu. În practică însă, intervin o serie de factori, de natură subiectivă care influențează într-un mod oarecum neprevăzut comportamentul investițional al brokerilor, respectiv luarea deciziei lor de investire. Despre acești factori subiectivi de influență am vorbit în cel de-al doilea capitol dedicat acestora.

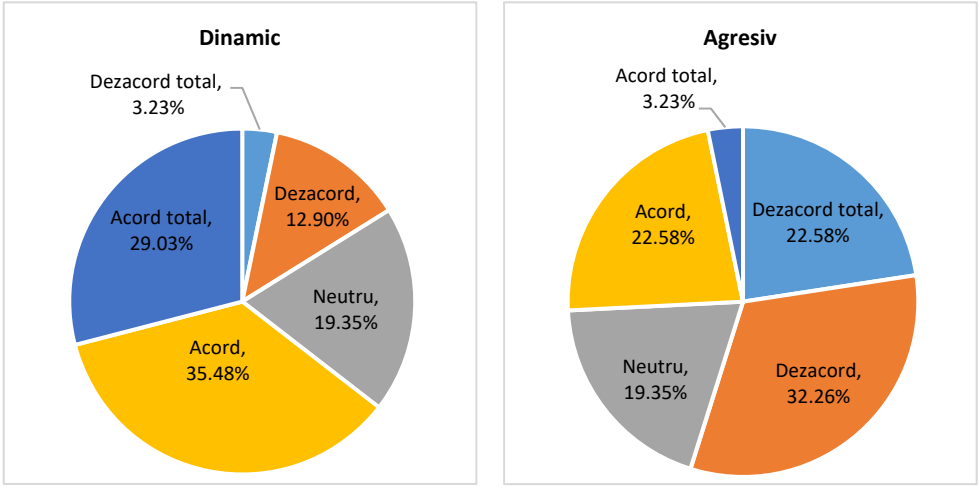


Figura 3-9. ***Elemente legate de personalitatea brokerilor în condiții de criză (1)***
Sursa: prelucrări proprii

În urma analizării rezultatelor chestionarului aplicat, utilizând răspunsurile pentru întrebările ce țin de personalitate, am ajuns la concluzia că brokerii respondenți care activează pe piața de capital din România pot fi descriși astfel: sunt chibzuiți într-o foarte mare măsură (peste 67% dintre respondenți), extrem de moderați (aproximativ 64% dintre ei), foarte prudenți (peste 70% dintre aceștia), dinamici (aproximativ 64% dintre ei) și agresivi într-o măsură mai redusă (aproximativ 25% dintre respondenți). În figurile 3-9 și 3-10 detaliem rezultatele obținute în urma chestionarului.

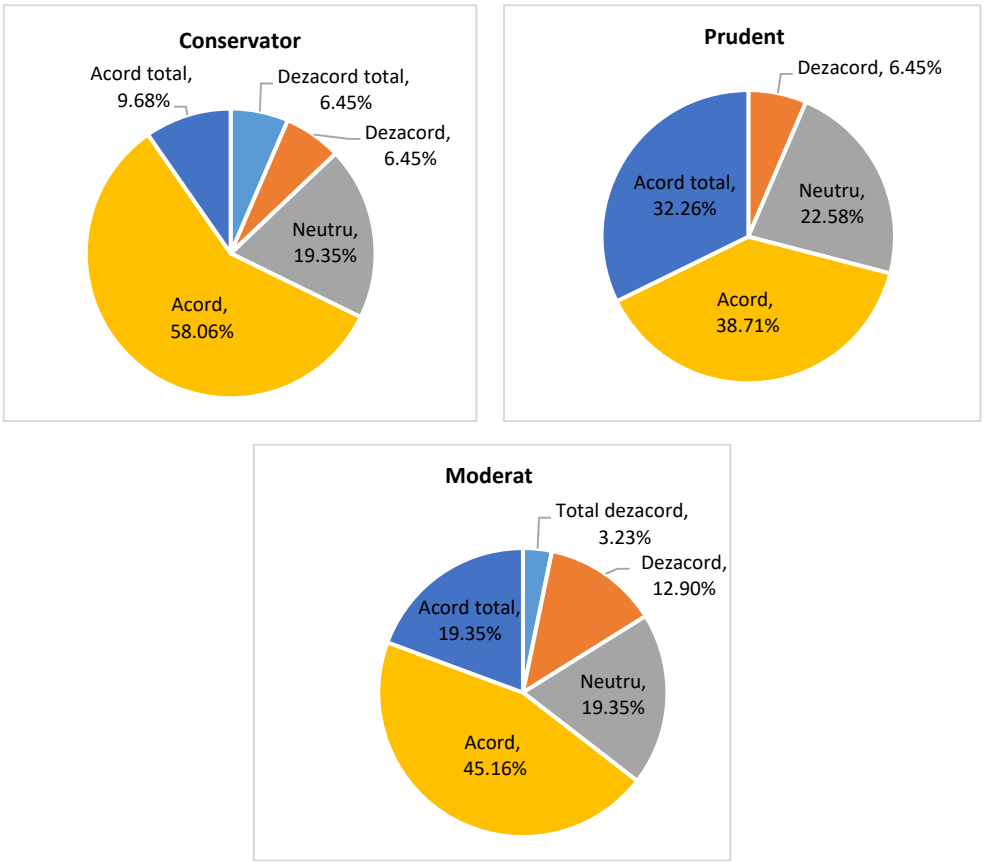


Figura 3-10. ***Elemente legate de personalitatea brokerilor în condiții de criză (2)***
Sursa: prelucrări proprii

Poate surprinzător, proporția brokerilor care nu se consideră agresivi în procesul investițional este destul de ridicat (aproape 55%) ceea ce înseamnă că un număr relativ restrâns de brokeri respondenți perfectează mai des tranzacții cu caracter speculativ. Din datele rezultate putem considera că piața din România are nevoie de brokeri echilibrați, moderați, care să nu se avânte în încheierea unor tranzacții speculative în mod excesiv, aceasta pentru a echilibra oarecum piața (Ciobanu & Sechel, 2012).

3.8. Stabilitatea, predictibilitatea și presiunea fiscală

În ceea ce privește stabilitatea și predictibilitatea politicii fiscale din domeniul investițiilor, conform rezultatelor din chestionarul aplicat, aceasta este importantă pentru mai mult de 51% dintre respondenți și extrem de importantă pentru mai mult de 25% dintre aceștia, în condiții de criză. Surprinzător însă, un procent de 22,58% dintre brokerii respondenți consideră că aspectul legat de politica fiscală poate fi trecut cu vederea, atribuindu-i o importanță redusă. Ca și în orice alt domeniu, considerăm că stabilitatea este esențială pentru ca acel domeniu să se poată dezvolta în viitor.

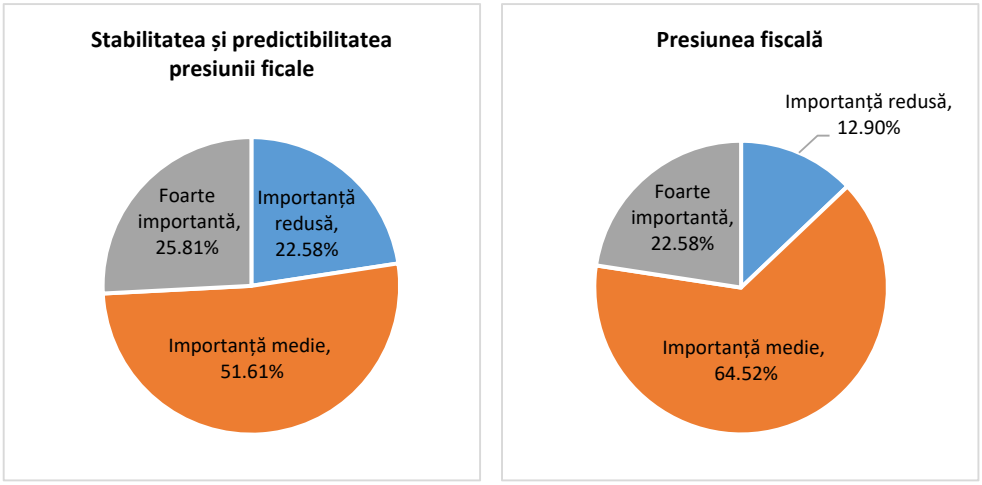


Figura 3-11. ***Importanța stabilității, predictibilității și presiunii fiscale pentru brokerii din piața de capital românească în condiții de criză***
Sursa: prelucrări proprii

Un aspect deloc de neglijat este faptul că nici un broker respondent nu a considerat ca fiind „deloc important" aspectul legat de politica fiscală din domeniul investițiilor. Acest lucru ne indică faptul că oricâtă importanță îi este atribuită stabilității și predictibilității fiscale, brokerii vor ține cont de aceasta atunci când își vor stabili obiectivele investiționale.

În ceea ce privește aspectul legat de presiunea fiscală, 64,52% dintre brokerii respondenți consideră ca fiind important pentru ei, în timp ce pentru 22,58% dintre aceștia acest aspect este unul foarte important. Se poate concluziona aici faptul că, cel puțin datorită acestor rezultate obținute, presiunea fiscală îi interesează mai mult pe brokerii din România decât predictibilitatea politicii fiscale, cel puțin în condiții de criză.

O presiune fiscală mult prea ridicată în piața de capital poate avea drept consecință inovațiile financiare create de brokeri pentru evitarea plății impozitelor (Louis & Devos, 1991, p. 65). Considerăm că un astfel de comportament nu este de dorit într-o piață de capital aflată încă la început de drum, cum este aceea a României.

CAPITOLUL 4.

Comportamentul brokerilor din România în condițiile relansării economice

De la începutul anului 2009, când marea majoritate a piețelor financiare au atins punctual de minim al ultimilor 20 de ani, acestea și-au schimbat trendul pe unul pozitiv. Evoluția celor mai multe piețe ale lumii a fost una ascendentă din 2009, până în momentul de față. Punctul de maxim înregistrat în toamna anului 2007 a fost depășit de către multe dintre piețele internaționale[16]. Există însă și cazuri în care maximul istoric din 2007 încă nu a fost atins ca urmare a creșterilor ultimilor 5 ani[17]. În cazul României, maximele din 2007 au fost depășite (pe indicele BET).

În tot acest context, comportamentul investițional al brokerilor a suferit și el schimbări majore. Atitudinea acestora față de temerile pe care ei le au, sau față de nivelul riscului asumat diferă foarte mult în condițiile relansării economice față de comportamentul lor în condiții de criză. Până la urmă contextul și condițiile în care aceștia își desfășoară activitatea conturează comportamentul lor investițional.

Ne propunem mai departe să analizăm cei mai importanți factori de natură subiectivă ce intervin în luarea deciziei de investire a brokerilor din piața de capital românească în condițiile relansării economice. Și pentru acest nivel al analizei noastre am utilizat metoda chestionarului și metoda interviului, grupul țintă al acestora fiind reprezentat de brokerii activi pe piața de capital din România. La fel ca în capitolul precedent, rezultatele obținute în urma chestionarului aplicat ne arată înclinația pe care aceștia o au pentru acceptarea riscului dar și elemente legate de personalitate, care intervin în luarea deciziei de investire. Aceste rezultate sunt completate de unele ce vin în urma interviului aplicat și care vizează aspecte legate de temerile brokerilor. Considerăm că cele două metode utilizate conturează destul de bine cadrul în care brokerii din România își asumă luarea deciziei de investire, în condițiile relansării economice.

Pentru a analiza comportamentul investițional al brokerilor din România în condițiile relansării economice, am utilizat un chestionar cu un conținut de 33 de întrebări, care a fost distribuit tuturor agenților de servicii de investiții financiare autorizați să opereze tranzacții pe piața de capital românească, pe cele două burse reprezentative: Bursa de Valori București (BVB) și Sibiu Stock Exchange (SIBEX), în perioada iunie-iulie 2015, așadar acesta surprinde elemente ale comportamentului investițional al brokerilor în situația relansării economice. Rata de răspuns la acest chestionar a fost de 8,70%. Analiza se bazează pe un număr de 58 de chestionare completate, numărul agenților de servicii de investiții financiare autorizați de ASF în luna iunie a anului 2015 fiind de 666 de persoane. Datele au fost prelucrate utilizând programul SPSS versiunea 20.0. Chestionarul aferent perioadei de relansare economică este prezentat în Anexa 2.

[16] Este cazul pieței americane (DJIA), a Londrei (FTSE 100) sau a Germaniei (DAX).

[17] Este cazul pieței din Franța (CAC 40)

Pentru a completa acuratețea analizei bazată pe chestionar, vom utiliza rezultatele unui interviu ce a fost aplicat asupra 5 brokeri și care s-a defășurat în perioada februarie-martie 2014. Interviul a avut un număr de 4 întrebări, durata acestuia fiind de aproximativ 10 minute pentru fiecare respondent. Structura interviului aplicat în condițiile relansării economice este aceeași cu cea a interviului aplicat pentru a surprinde comportamentul brokerilor respective temerile acestora în condiții de criză. Întrebările interviului pot fi regăsite în Anexa 3.

Din motive de confidențialitate, și în acest caz vom denumi brokerii cu inițiale, astfel: A,B,C,D și E. Toți cei 5 brokeri lucrează la societăți de servicii de intermediere financiară, autorizate de către Autoritatea de Supraveghere Financiară, având vârsta cuprinsă între 25 și 50 ani, atât femei cât și bărbați.

Deși rata de răspuns a fost redusă, totuși rezultatele chestionarului permit conturarea unor comportamente ale brokerilor de pe piața de capital din România, chiar dacă rezultatele nu pot fi generalizate.

4.1. Temerile brokerilor

Pentru a analiza posibilele temeri pe care brokerii din România le-ar putea avea vis-à-vis de obiectivele lor investiționale în condițiile relansării economice, am luat în considerare aceleași patru temeri: rata inflației, știri și informații nefavorabile apărute în piață, un declin generalizat al pieței și posibilitatea existenței unei piețe manipulate.

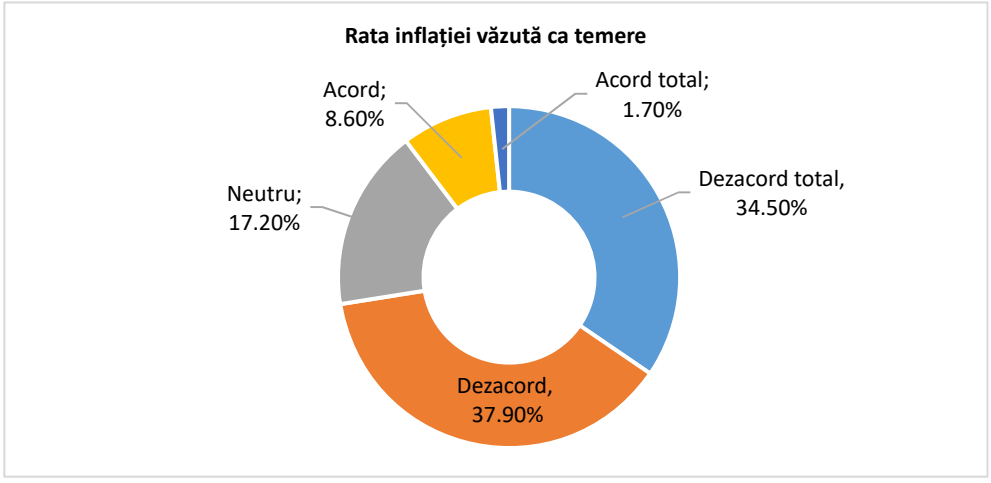


Figura 4-1. ***Rata inflației văzută ca temere de către brokeri în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

În urma analizei rezultatelor chestionarului, am observat că doar pentru 1,70% dintre brokerii chestionați rata inflației reprezintă o reală temere (acord total) în ceea ce privește obiectivele lor investiționale (vezi figura 4-1). Pentru 8,60% dintre aceștia, rata inflației reprezintă un aspect important pe care îl iau în considerare atunci când își stabilesc obiectivele

investiționale. Un procent covârșitor de 34,50% dintre brokerii respondenți consideră că rata inflației nu poate reprezenta sub nici o formă o temere pentru activitatea lor investițională (dezacord total), iar un procent de 37,90% dintre aceștia cred și ei că rata inflației nu poate fi considerată o temere (dezacord).

Paradoxal pentru 17,20% dintre brokerii respondenți, aspectul legat de rata inflației poate fi neglijat, astfel încât evoluția acesteia să nu afecteze obiectivele lor investiționale.

Dacă din analiza noastră am elimina procentul celor care au o părere neutră față de posibilitatea existenței unei temeri legate de rata inflației, cei 17,20%, am putea considera că un procent de 10,3%[18] văd rata inflației ca o temere pentru obiectivele lor investiționale, în timp ce un procent de 72,40%[19] consideră că evoluția ratei inflației nu poate reprezenta o temere pentru ei. Am putea concluziona așadar că în condițiile relansării economice, brokerii respondenți din România nu consideră evoluția ratei inflației ca fiind o temere în atingerea obiectivelor lor investiționale.

În urma interviului susținut cu brokerul C, la întrebarea *„Considerați că rata inflației poate afecta atingerea obiectivelor dumneavoastră investiționale? În ce măsură și în ce fel?”,* acesta a răspuns:

> *„Cred că rata inflației ar trebui să fie un aspect demn de luat în considerare de orice investitor, deoarece ea erodează câștigurile marcate de noi. Desigur nivelul ratei inflației contează foarte mult. În prezent, pot să spun că acest aspect poate fi trecut cu privirea dacă câștigurile marcate într-un an se ridică la 15% iar rata inflației în România este undeva la 2% pe an. Insă, dacă îmi puneați această întrebare acum câțiva ani, sigur vă dădeam un alt răspuns. În vremurile în care în România rata inflației era foarte mare, orice câștig marcat pe piața de capital era practic anulat de rata inflației. Pentru mine așadar, în prezent consider că rata inflației poate fi considerată un element aproape neglijabil, repet, în prezent!”*

Din răspunsul brokerului C ne putem da seama că în funcție de nivelul ratei inflației din piață dar și de trendul general al pieței, aspectul legat de rata inflației văzută ca o temere, poate diferi foarte mult. Astfel, dacă rata inflației din piață este una relativ scăzută, dar mai important decât atât, ea este stabilă, atunci atitudinea brokerilor față de aceasta este una de neglijență, aproape indiferență. Dacă însă, nivelul ratei inflației este unul semnificativ și are fluctuații majore pe o anumită perioadă de timp, atunci rata inflației va deveni o temere pentru brokeri, aceștia căutând în permanență modalități de a contracara efectele corozive ale acesteia.

Brokerii B și E au confirmat oarecum prin răspunsurile lor, opinia brokerului C despre rata inflației, văzută ca posibilă temere în atingerea obiectivelor investiționale.

Aceste rezultate reliefează percepția unei părți din brokerii din România despre rata inflației văzută ca temere, în condițiile relansării economice.

Brokerii respondenți care au declarat că se tem într-o măsură foarte mare (acord total) de eventualele știri și informații nefavorabile din piață sunt într-un procent de 10,30%, acestora împărtășindu-le sentimentul și cei 60,30% dintre brokerii respondenți care cred același lucru dar într-o măsură ceva mai redusă (acord) așa cum rezultă din datele din figura 4-2. Dacă luăm împreună răspunsurile celor două categorii, ajungem la un procent de 70,60% dintre brokeri care cred că știrile și informațiile nefavorabile ajunse la un moment dat în piață pot avea un efect negativ asupra obiectivelor lor investiționale. Doar pentru un procent

[18] 1,70% acord total + 8,60% acord = 10,30%

[19] 34,50% dezacord total + 37,90% dezacord = 72,40%

de 1,70% dintre brokeri acest aspect legat de știrile și informațiile nefavorabile, nu poate sub nici o formă afecta obiectivele investiționale, iar pentru alți 5,20% acestea nu pot reprezenta un pericol pentru obiectivele lor investiționale. Pentru un procent de 22,40% dintre brokerii respondenți acest aspect poate fi considerat unul neglijabil.

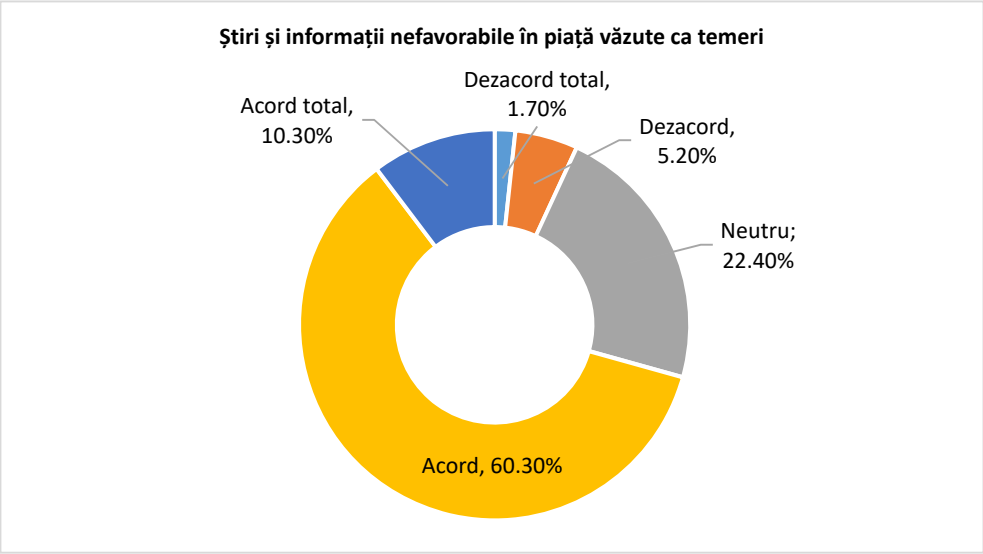


Figura 4-2. ***Știrile și informațiile nefavorabile din piață văzute ca temeri de către brokeri, în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

În urma interviului cu brokerul E, la întrebarea *„Considerați că eventualele știri sau informații nefavorabile ajunse în piață pot afecta obiectivele dumneavoastră investiționale?”,* acesta a răspuns:

> *„Categoric da. Obiectivele mele investiționale sunt stabilite având la bază o stare de fapt. Dacă se întâmplă să ajungă în piață informații care să contravină stării de fapt de la care eu mi-am stabilit obiectivele, în mod cert obiectivele mele vor fi afectate. Dar acest lucru și-l asumă orice broker, atâta timp cât nu este Dumnezeu, ca să știe în orice moment orice se poate întâmpla în lume.”*

Brokerul E, printr-un răspuns foarte plastic la această întrebare a confirmat rezultatele chestionarului, conform căruia majoritatea brokerilor respondenți din România și, poate nu numai, au o temere în ceea ce privește sosirea în piață a unor informații sau știri nefavorabile obiectivelor lor, stabilite anterior. Comparația pe care acesta o face cu Dumnezeu, arată clar că în opinia lui, imprevizibilul se poate întâmpla oricând și în orice condiții, acest lucru afectând obiectivele investiționale stabilite anterior. Din răspunsurile date de către toți ceilalți brokeri intervievați, se poate desprinde aceeași concluzie: brokerii din România se tem de posibilele informații și știri nefavorabile din piață, în condițiile relansării economice.

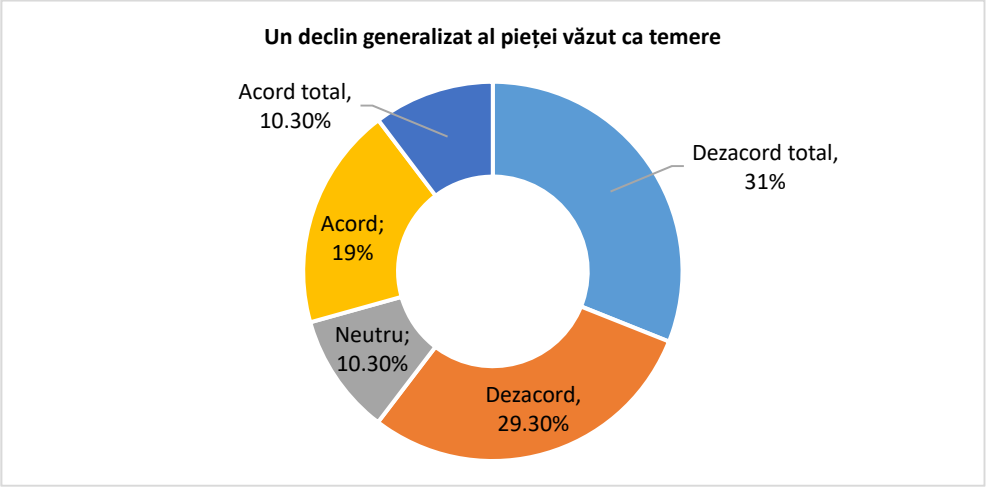


Figura 4-3. ***Un declin generalizat al pieței văzut ca temere de către brokeri în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

Din figura 4-3 putem observa că brokerii respondenți din România nu se tem de un declin generalizat al pieței, în condițiile relansării economice. Un procent de 31% dintre brokerii respondenți sunt de părere că un declin generalizat al pieței nu poate reprezenta o reală temere pentru ei, acestora adăugându-se un procent de 29,30% care cred același lucru însă cu o tărie ceva mai redusă. Cu toate acestea, 10,30% dintre brokerii chestionați recunosc că manifestă o temere reală vis-à-vis de posibilitatea unui declin generalizat în piață, acestora adăugându-se un procent de 19% care cred același lucru. Este poate ușor surprinzător procentul de 10,30% dintre brokeri pentru care un declin generalizat reprezintă un aspect neglijabil. Putem concluziona așadar, că în condițiile relansării economice, brokerii respondenți și, poate nu numai ei, nu se tem de un posibil declin generalizat al pieței, iar acest lucru nu poate pune în dificultate atingerea obiectivelor lor investiționale.

În urma interviului cu brokerul B, la întrebarea: *„Vă e teamă că un posibil declin generalizat al pieței va afecta obiectivele dumneavoastră investiționale?”,* acesta a răspuns:

> *„Nu. Nu cred că un declin generalizat al pieței poate afecta într-o foarte mare măsură atingerea obiectivelor mele investiționale. Aceasta pentru că am trecut printr-o perioadă caracterizată de scăderi generalizate cu câțiva ani în urmă, în care am marcat pierderi uriașe atât eu cât și colegii mei. Nu concep, cel puțin în momentul de față, să mai trec printr-o astfel de perioadă foarte repede și să se întâmple același lucru. Cred că ceea ce s-a întâmplat în 2008–2009 a fost o lecție pentru noi toți cei din piață. Probabil că fiecare și-a învățat lecția”.*

Din răspunsul brokerului B ne putem da seama de foarte multe aspecte legate de comportamentul investițional al brokerilor din piața de capital românească. Pe de o parte, imediat după o stabilizare a piețelor financiare internaționale, reacția brokerului cum că nu concepe să mai treacă printr-o perioadă de scăderi masive și să marcheze din nou pierderi importante, este una instinctivă. Pe de altă parte, considerăm că acesta a tras singur concluziile asupra atitudinii sale din acea perioadă și spune că ceea ce s-a întâmplat în criză este o

lecție pentru el. Probabil că aceasta este reacția unui broker care a suferit destul de mult în urma efectelor crizei.

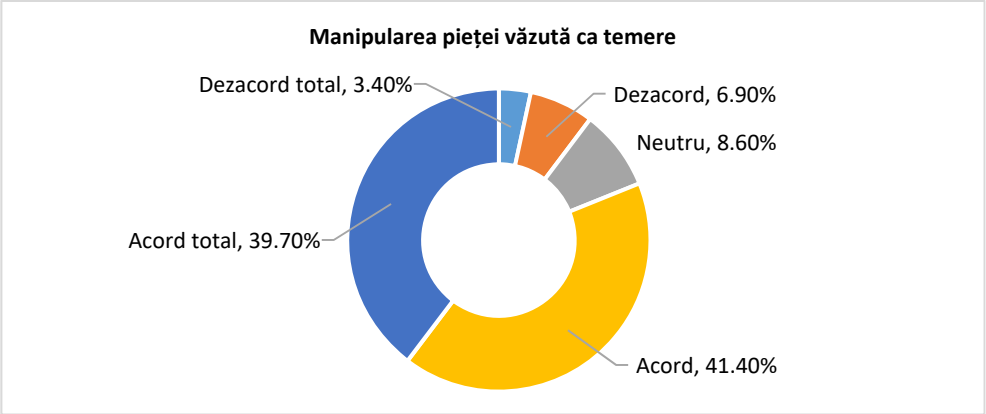


Figura 4-4. ***Manipularea pieței văzută ca temere de către brokeri în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

Am ales să abordăm din nou aspectul legat de posibilitatea existenței unei piețe manipulate în România și în condițiile relansării economice, pentru a analiza din nou reacția brokerilor la această posibilitate. Este îngrijorător faptul că un procent de 81,10%[20] din brokerii chestionați consideră că manipularea pieței reprezintă un real motiv de frică pentru atingerea obiectivelor lor (vezi figura 4-4.). Un procent de 8,60% dintre brokerii respondenți au rămas oarecum indiferenți la această temere. Cu toate acestea, 3,40% dintre brokeri consideră că nu poate fi vorba sub nici o formă de manipulare în piață iar acest element să reprezinte pentru ei o temere majoră. Pe lângă aceștia, se adaugă un procent de 6,90% care nu cred că manipularea pieței poate reprezenta o frică pentru ei.

În urma interviului cu brokerul A, la întrebarea: *„Vă este teamă de faptul că piața de capital românească ar putea fi manipulată la un moment dat?”,* acesta a răspuns:

> *„[zâmbește] Piața manipulată în România … Da, cred că da, putem vorbi și despre așa ceva în țara noastră. De ce să nu recunoaștem? Mai ales pe acțiunile mai puțin lichide listate la bursă, se poate întâmpla ca prețul să fie „manipulat”, în funcție de interesele unuia sau ale altuia din piață. Pe astfel de acțiuni, prețul poate fi influențat foarte ușor și cu bani puțini. Cu toate astea, pe categoria întâi nu cred că putem vorbi despre manipulare totuși, pentru că ar fi nevoie de mult prea mulți bani la mijloc.”*

Dacă analizăm puțin răspunsul brokerului A la această întrebare, putem constata că răspunsul lui este legitim. Prețul acțiunilor mai puțin lichide poate fi influențat mai ușor și cu bani mai puțini, în timp ce pentru a influența prețul acțiunilor listate la categoria întâi este nevoie de mult mai mulți bani. În mod evident, este interzisă și condamnată orice tentativă de manipulare a pieței. Însă ceea ce ne-a atras atenția în mod deosebit la răspunsul acestui broker a fost zâmbetul lui ușor ironic imediat după ce a auzit întrebarea. Se prea poate, ca răspunsul dat de el să fi fost unul elegant, care să sugereze oarecum adevărul din piață, dar

[20] 39,70% acord total + 41,40% acord = 81,10%

care să nu pună într-o lumină foarte proastă actorii pieței, respectiv autoritatea de supraveghere a pieței sau participanții la aceasta.

4.2. Percepția riscului în viziunea brokerilor

Putem observa din figura 4-5 că în condițiile relansării economice, majoritatea brokerilor din piața de capital românească manifestă o aversiune scăzută față de risc (53,40% dintre aceștia), iar 34,50% dintre aceștia manifestă o aversiune medie față de risc. Cei care manifestă o mare aversiune față de risc sunt reprezentați de un procent destul de redus, de 5,20%, iar 6,90% dintre brokerii respondenți declară că nu dau importanță riscului. Considerăm totuși că răspunsul brokerilor care au declarat că nu dau deloc importanță riscului, este ușor nerealist. Riscul este elementul în jurul căruia fiecare broker își construiește propria strategie de investiții, motiv pentru care acesta trebuie avut în vedere, oricât de mică ar fi importanța acestuia.

Brokerii respondenți defensivi sunt reprezentați de un procent de 5,20% – cei care manifestă o mare aversiune față de risc, aceștia vor folosi strategii de investiții mai protective și vor fi foarte atenți la orice posibilitate de manifestare a riscului în piață, astfel încât acesta să nu afecteze randamentele investițiilor lor. Din nou putem reconfirma concluzia noastră anterioară și anume, brokerii respondenți din România manifestă o mare înclinație spre speculație și în condițiile relansării economice, având în vedere procentul de 53,40% dintre brokerii respondenți care manifestă o aversiune scăzută față de risc. Aceștia reprezintă de fapt, brokerii care preferă un nivel ridicat al volatilității în piață, însă depre acest aspect vom vorbi în subcapitolul următor.

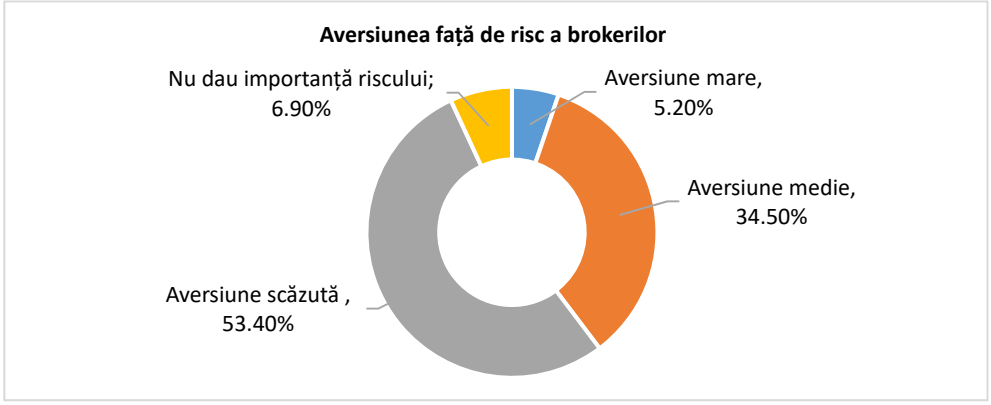

Aversiunea față de risc a brokerilor
Nu dau importanță riscului; 6.90%
Aversiune mare, 5.20%
Aversiune medie, 34.50%
Aversiune scăzută , 53.40%

Figura 4-5. ***Aversiunea față de risc a brokerilor în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

Analizăm în continuare aversiunea față de risc a brokerilor din piața de capital românească, sumele investite respectiv eficiența activității acestora, în corelație cu cele patru categorii de temeri luate in considerare, în condițiile relansării economice respectiv:

- Temerea legată de un declin generalizat al pieței.

- Temerea legată de nivelul ratei inflației din piață.
- Temerea legată de existența unor știri și informații nefavorabile în piață.
- Temerea legată de manipularea pieței.

În prima etapă am verificat dacă distribuția variabilelor este una normală sau nu, utilizând un coeficient *z* calculat în funcție de valoarea Skewness și Kurtosis respectiv eroarea standard a acestora, astfel:

$$z = \frac{\text{Mărimea Skewness}}{\text{Eroarea standard a Skewness}} \text{ și } z = \frac{\text{Mărimea Kurtosis}}{\text{Eroarea standard a Kurtosis}}$$

Rezultatele obținute pentru coeficienții *z*, sunt sintetizate în tabelul 4-1.

Tabel 4-1. Valoarea coeficientului z în funcție de Skewness și Kurtosis

Variabila	Coeficinetul *z* calculat în funcție de Skewness	Coeficinetul *z* calculat în funcție de Kurtosis
Temere declin generalizat	1.64	–1.74
Temere rata inflației	2.64	0.21
Temere știri și informații nefavorabile	–3.2	3.07
Temere manipularea pieței	–4.14	2.26
Aversiunea față de risc a brokerilor	–0.91	0.07

Sursa: prelucrări proprii

Așa cum se știe, o valoare a coeficientului z situată între −1,96 și +1,96, ne arată că datele nu diferă semnificativ de normalitate, așadar au o distribuție normală. În cazul nostru, pentru variabilele luate în calcul (aversiunea față de risc și cele 4 categorii de temeri), condiția de normalitate se validează pentru variabilele: aversiunea față de risc, temerea legată de un declin generalizat, respectiv temerea legată de manipularea pieței. Pentru celelalte două variabile (temerea legată de rata inflației și temerea legată de existența unor știri și informații nefavorabile în piață) condiția de normalitate nu este validată conform acestui coeficient. Din această cauză, am aplicat asupra acestor 5 variabile testul Shapiro-Wilk, pentru care ipoteza nulă presupune că datele au distribuție normală dacă p > 0.05. Și în urma acestui test, ipoteza nulă a fost respinsă pentru toate variabilele, deoarece p are valoarea 0.000. Existența distribuției normale a fost respinsă și în urma analizei histogramelor (normal Q-Q Plot and Box Plots). Considerăm că și în acest caz, cel mai adecvat test non-parametric este corelația Spearman.

Obiectivul nostru la acest nivel al analizei este de a verifica existența legăturii între diverse variabile dependente și temerile brokerilor. În tabelul 4-2, prezentăm valoarea coeficientului de corelație Spearman între aversiunea față de risc a brokerilor din piața de capital românească și cele patru temeri ale acestora, în condițiile relansării economice.

Se poate observa că există o legătură semnificativă între aversiunea față de risc a brokerilor din piața de capital românească și temerea legată de un declin generalizat al pieței,

temerea legată de rata inflației și temerea legată de posibilitatea existenței unei piețe manipulate (deoarece p < 0.05), aceasta în condițiile relansării economice. De remarcat este faptul că aversiunea față de risc a brokerilor este invers corelată cu temerea legată de un declin generalizat. Putem spune așadar că: cu cât brokerii resimt o frică mai mare față de un posibil declin generalizat al pieței, cu atât aceștia manifestă o aversiune mai scăzută față de risc, în condițiile relansării economice.

Tabel 4-2. ***Coeficientul de corelație Spearman – aversiunea față de risc a brokerilor în condițiile relansării economice***

Temeri ale brokerilor/ Aversiunea față de risc	Spearman's rho Correlation Coeficient	Sig (2-tailed)
Temere declin generalizat	−0.430**	0.001
Temere rata inflatiei	−0.289*	0.028
Temere stiri si informatii nefavorabile	−0.090	0.503
Temere manipularea pietei	0.282*	0.032

Corelația este semnificativă la un nivel al lui p de 0.01 (2-tailed)**
Corelația este semnificativă la un nivel al lui p de 0.05 (2-tailed)*
Sursa: prelucrări proprii

Aversiunea față de risc a brokerilor este invers corelată și cu temerea legată de rata inflației. Așadar, cu cât brokerii resimt o teamă mai mare față de rata inflației din piață, cu atât aceștia manifestă o aversiune față de risc mai scăzută, în condițiile relansării economice.

Paradoxal însă, nu există o legătură semnificativă între aversiunea față de risc a brokerilor și temerea legată de știrile și informațiile nefavorabile din piață.

În ceea ce privește temerea legată de manipularea pieței, aceasta are o corelație semnificativă directă cu aversiunea față de risc a brokerilor. Așadar, cu cât brokerii resimt o teamă mai accentuată referitoare la manipularea pieței, cu atât aceștia vor manifesta o aversiune mai ridicată față de risc, în condițiile relansării economice.

Tabel 4-3. ***Coeficientul de corelație Spearman – suma investițiilor în condițiile relansării economice***

Temeri ale brokerilor/Suma investițiilor	Spearman's rho Correlation Coeficient	Sig (2-tailed)
Temere declin generalizat	0.218	0.100
Temere rata inflației	0.176	0.185
Temere știri și informații nefavorabile	−0.021	0.878
Temere manipularea pieței	−0.093	0.487

Corelația este semnificativă la un nivel al lui p de 0.01 (2-tailed)**
Sursa: prelucrări proprii

Din tabelul 4-3, putem deduce, pe baza valorilor coeficientului de corelație Spearman, că suma investițiilor realizate de brokerii respondenți din România în condițiile relansării economice nu are o legătură semnificativă cu niciuna din cele patru categorii de temeri luate

în considerare. Observăm totuși că două dintre temeri prezintă o legătură inversă, slabă în cazul temerii legate de manipularea pieței, respectiv temerea legată de știrile și informațiile nefavorabile din piață. Putem totuși spune, și în acest caz, că atunci când teama brokerilor este mare vis-à-vis de posibilitatea existenței unei piețe manipulate, sumele investite de către aceștia în piața de capital vor fi mai mici. În mod similar, cu cât brokerii vor resimți o frică mai accentuată față de știrile și informațiile nefavorabile din piață, cu atât sumele investite de către aceștia vor fi mai mici.

Tabel 4-4. ***Coeficientul de corelație Spearman – eficiența activității în condițiile relansării economice***

Temeri ale brokerilor/Eficiența activității	Spearman's rho Correlation Coeficient	Sig (2-tailed)
Temere declin generalizat	0.160	0.229
Temere rata inflației	0.194	0.145
Temere știri și informații nefavorabile	0.013	0.922
Temere manipularea pieței	–0.068	0.612

Corelația este semnificativă la un nivel al lui p de 0.01 (2-tailed)**
Sursa: prelucrări proprii

În mod paradoxal, eficiența activității brokerilor respondenți din piața de capital românească în condițiile relansării economice nu prezintă nici o legătură semnificativă cu niciuna dintre cele patru temeri luate în calcul. Cu toate acestea putem observa că există o legătură foarte slabă între eficiența activității brokerilor și temerea legată de manipularea pieței. Acest lucru poate fi explicat prin faptul că brokerii care manifestă o temere mai accentuată față de manipularea pieței, vor avea o eficiență mai slabă a activității investiționale.

4.3. Nivelul acceptat al volatilității

Nivelul acceptat al volatilității din piață este important și în condițiile relansării economice. Ne-a interesat acest aspect atât în perioada de criză cât și în condițiile relansării economice pentru a putea face o analiză a atitudinii brokerilor față de acest aspect. Așadar, nivelul volatilității acceptabile în condițiile relansării economice de către brokerii din piața de capital românească, este prezentat în figura 4-6.

În urma aplicării chestionarului ce surprinde atitudinea brokerilor în condițiile relansării economice, am ajuns la concluzia că 46,60% dintre brokerii chestionați consideră că un nivel ridicat al volatilității din piață ar fi în concordanță cu atingerea obiectivelor lor investiționale. Acestora se mai pot adăuga cei 24,10% dintre brokeri care consideră că un nivel mediu spre ridicat al volatilității pieței ar fi cel mai potrivit astfel încât aceștia să își poată atinge obiectivele. Aceste două categorii de brokeri care preferă o piață cu o volatilitate ridicată respectiv medie spre ridicată, reprezintă un procent foarte mare (70,70%) din totalul brokerilor respondenți.

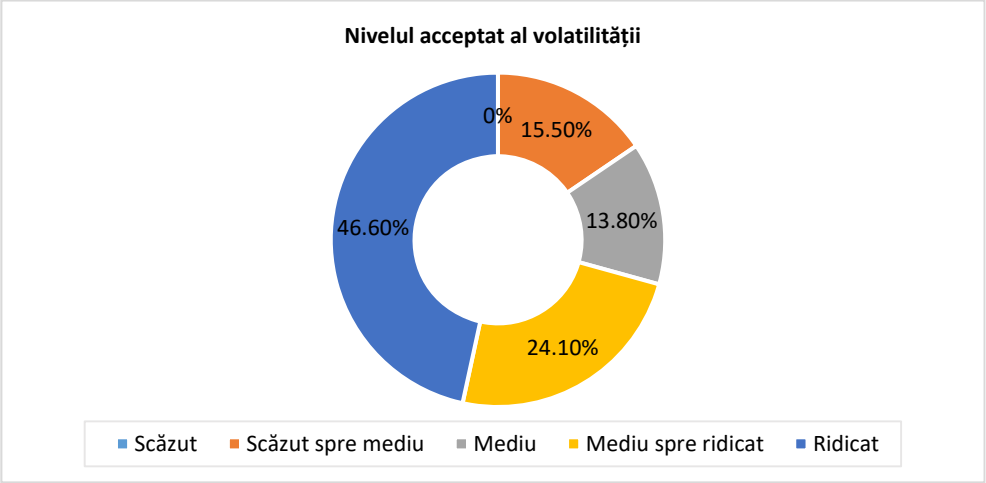


Figura 4-6. ***Nivelul volatilității acceptabile pentru atingerea obiectivelor investiționale în condițiile relansării economice de către brokerii din piața de capital românească***
Sursa: prelucrări proprii

Foarte surprinzător este faptul că nici unul dintre brokeri nu consideră că un nivel scăzut al volatilității în piață poate fi în concordanță cu atingerea obiectivelor lor investiționale. Doar 15,50% consideră că un nivel scăzut spre ridicat al volatilității din piață i-ar ajuta, iar 13,80% dintre aceștia și-ar dori o volatilitate medie în piață.

Pe baza rezultatelor prezentate, putem spune că majoritatea brokerilor respondenți din piața de capital românească, în condițiile relansării economice preferă un nivel ridicat al volatilității în piață, aceștia, cel mai probabil, manifestând o reală înclinație spre speculație. Îndrăznim să spunem că acest procent foarte ridicat al brokerilor care preferă o volatilitate ridicată în piață, poate fi foarte periculos în unele situații, în piața de capital a României, deoarece aceasta nu este o piață matură, principiile funcționării burselor într-o astfel de piață fiind uneori relative. În aceste condiții, un comportament dominant al brokerilor înclinat spre speculație poate destabiliza foarte mult piața.

4.4. Scadența investițiilor realizate

După analizarea răspunsurilor primite în urma aplicării chestionarului asupra brokerilor din piața de capital românească în condițiile relansării economice, putem reconfirma concluzia de mai devreme. Așadar, dacă privim din perspectiva scadenței investițiilor realizate, putem reconfirma concluzia referitoare la înclinația spre speculație a brokerilor respondenți. Cea mai mare parte a brokerilor respondenți din piața de capital românească (vezi figura 4-7) își fixează un orizont de timp pentru investițiile lor de câteva luni (44,80% dintre aceștia) și de câteva săptămâni (29,30% dintre ei). Brokerii extrem de speculativi care își fixează un orizont de timp de câteva zile sunt în proporție de 6,90%. Aceste trei categorii de brokeri, care își fixează un orizont de timp pentru investițiile lor de câteva zile, câteva săptămâni

respectiv câteva luni, reprezintă un procent de 81% din total. Considerăm acest procent exagerat pentru o piață precum cea a României. Chiar și într-o piață matură, acest procent ar fi mult peste ceea ce ar fi de dorit dacă ar reprezenta o caracteristică a tuturor brokerilor din piață.

Doar 19% din brokerii respondenți își fixează un orizont de timp de 1–3 ani pentru investițiile lor. De remarcat în acest caz, că niciunul din brokeri nu a declarat că scadența investițiilor lor este peste 3 ani, așadar am putea spune că investițiile pe termen lung nu reprezintă un obiectiv pentru brokerii din România.

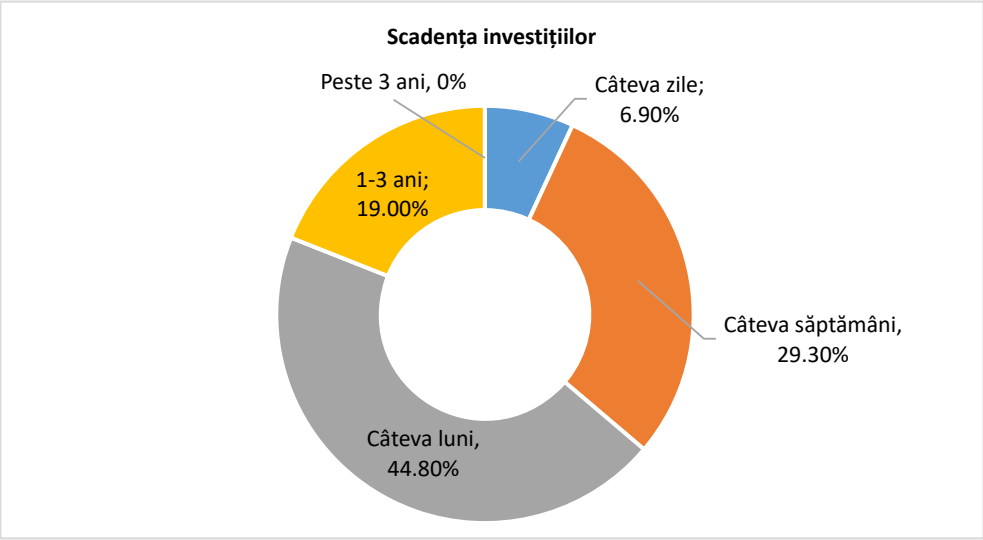


Figura 4-7. ***Scadența investițiilor realizate de brokerii din piața de capital românească în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

Putem concluziona așadar că, cel puțin din perspectiva orizontului de timp brokerii respondenți din România care încheie tranzacții s-au adaptat la nevoile pieței și ale clienților lor, însă majoritatea obiectivelor lor investiționale vizează un orizont de timp scurt sau foarte scurt. Acest lucru poate fi explicat și prin faptul că după 5 ani de creșteri aproape constante, brokerii respondenți se pot gândi la o posibilă schimbare de trend pe perioada următoare, motiv pentru care nu se mai angajează în încheierea unor tranzacții pe un orizont de timp îndelungat.

4.5. Recomandările brokerilor respondenți

În ceea ce privește recomandările de investiții ale brokerilor din piața de capital românească, în condițiile relansării economice, acestea pot fi reprezentate ca în figura 4-8:

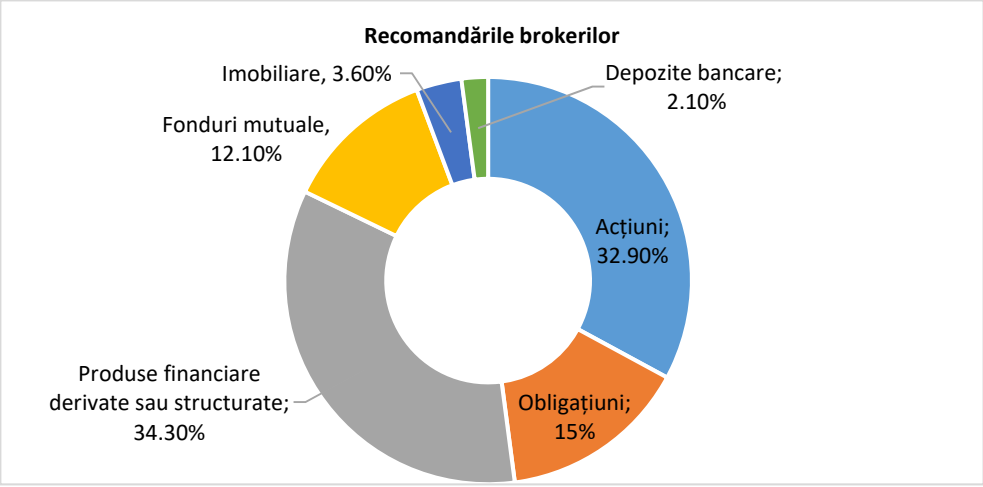


Figura 4-8. ***Recomandările investiționale ale brokerilor din piața de capital românească în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

Din figura 4-8 observăm că majoritatea brokerilor respondenți din piața de capital românească (34,30% dintre aceștia) iau în considerare cel mai adesea investițiile în produse financiare derivate sau structurate, cel puțin în condițiile relansării economice. O explicație plauzibilă pentru acest procent însemnat ar putea consta în faptul că tranzacționarea produselor financiare derivate presupune utilizarea unei marje de garantare, nefiind nevoie de întreaga sumă a contractului la încheierea acestuia. Atunci când în piață este conturat în mod clar un anumit trend, fie el ascendent fie descendent, utilizarea produselor financiare derivate devine una dintre favoritele brokerilor. Acțiunile rămân și ele în atenția brokerilor respondenți și în condițiile relansării economice, 32,90% dintre brokeri recomandând clienților lor investițiile în acțiuni. Obligațiunile și fondurile mutuale sunt recomandate de 15% respectiv 12,10% din brokeri. Oarecum paradoxal, datorită activității pe care aceștia o realizează, un procent de 2,10% dintre brokerii respondenți recunosc că recomandă clienților lor depozitarea sumelor disponibile, aceasta cu toate că dobânzile la depozite din această perioadă sunt foarte scăzute, iar 3,60% dintre brokerii respondenți recomandă clienților lor investițiile în imobiliare deși această activitate nu face parte din activitatea lor cotidiană.

În urma rezultatelor prezentate, putem reconfirma concluzia noastră de mai devreme referitoare la înclinația spre speculație a brokerilor respondenți din piața de capital românească, și în condițiile relansării economice.

4.6. Influența personalității brokerilor asupra comportamentului investițional al acestora

Așa cum am arătat și în capitolul precedent, modul în care brokerii cred că sunt văzuți de către clienții lor, poate influența decizia lor de investire. Ne referim aici la cât de dinamic, agresiv, moderat, prudent sau conservator se consideră fiecare dintre brokeri.

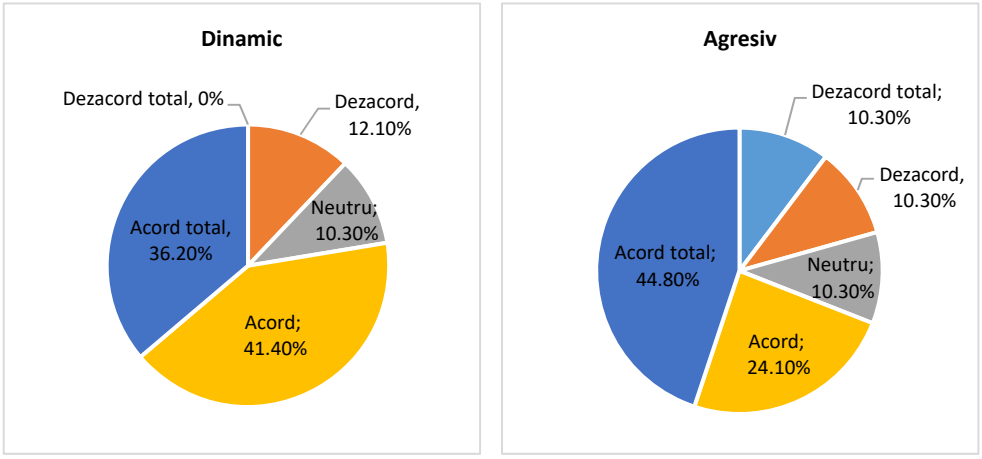


Figura 4-9. ***Elemente legate de personalitatea brokerilor în condițiile relansării economice (1)***
Sursa: prelucrări proprii

Ca urmare a analizării rezultatelor chestionarului aplicat pentru a surprinde comportamentul brokerilor în condițiile relansării economice, am ajuns la concluzia că un broker respondent poate fi caracterizat astfel: dinamic într-o foarte mare măsură (77,60% dintre respondenți), foarte agresiv investițional (68,90% dintre aceștia), ceva mai puțin conservator (44,80% dintre aceștia), foarte prudent (65,50% dintre brokeri) și moderat (69% dintre aceștia). În figurile 4-9 și 4-10 detaliem rezultatele obținute în urma chestionarului.

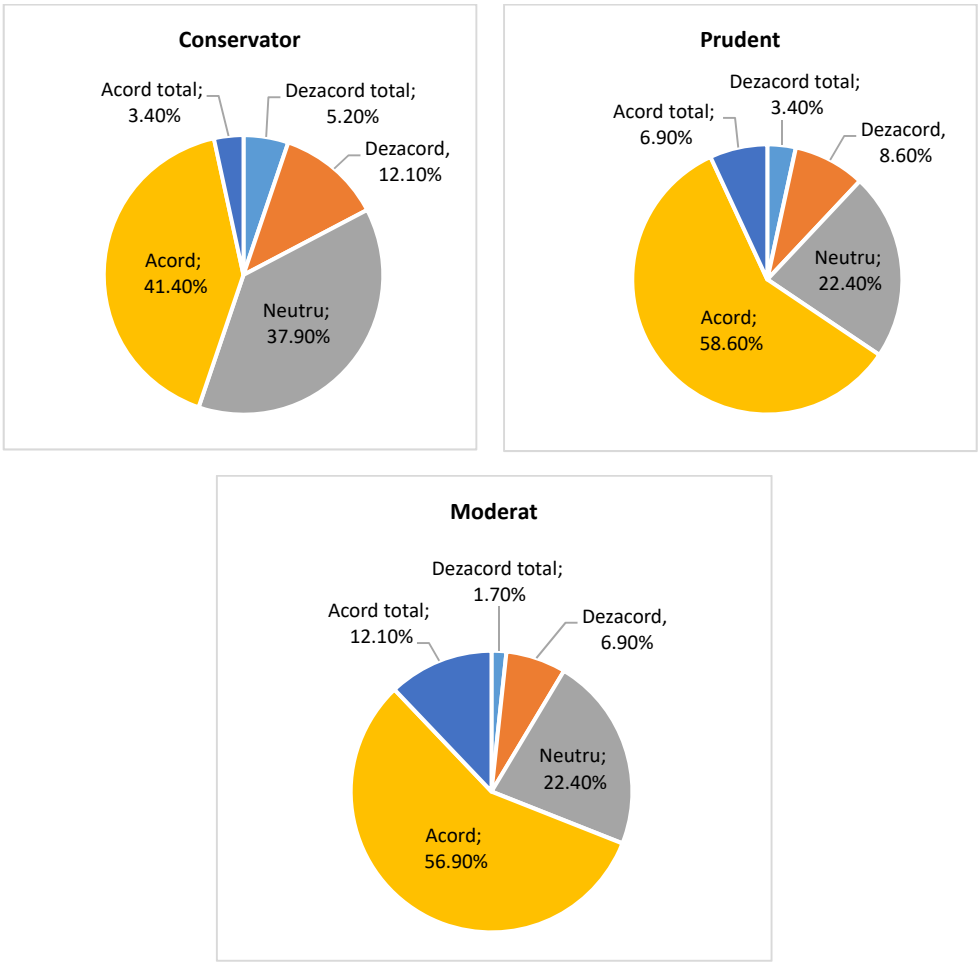


Figura 4-10. ***Elemente legate de personalitatea brokerilor în condițiile relansării economice (2)***
Sursa: prelucrări proprii

Pentru cele cinci elemente legate de personalitate, proporția brokerilor care nu se consideră agresivi, dinamici, conservatori, moderați sau prudenți este destul de redusă. Putem reinvoca în acest caz, nevoia pieței din România pentru brokeri echilibrați, moderați, care să nu își construiască strategiile investiționale aproape exclusiv cu caracter speculativ.

4.7. Stabilitatea, predictibilitatea și presiunea fiscală

Conform rezultatelor din chestionarul aplicat, stabilitatea, predictibilitatea și presiunea fiscală din domeniul investițiilor este extrem de importantă pentru brokerii din piața de capital românească, în condițiile relansării economice. Stabilitatea și predictibilitatea fiscală nu are deloc importanță pentru un procent de 3,50% din brokerii respondenți, și are o importanță redusă pentru 1,80% dintre aceștia. Pentru ceilalți brokeri respondenți (adică 95,20%) stabilitatea și predictibilitatea fiscală în domeniul investițiilor financiare este importantă sau extrem de importantă pentru stabilirea obiectivelor investiționale.

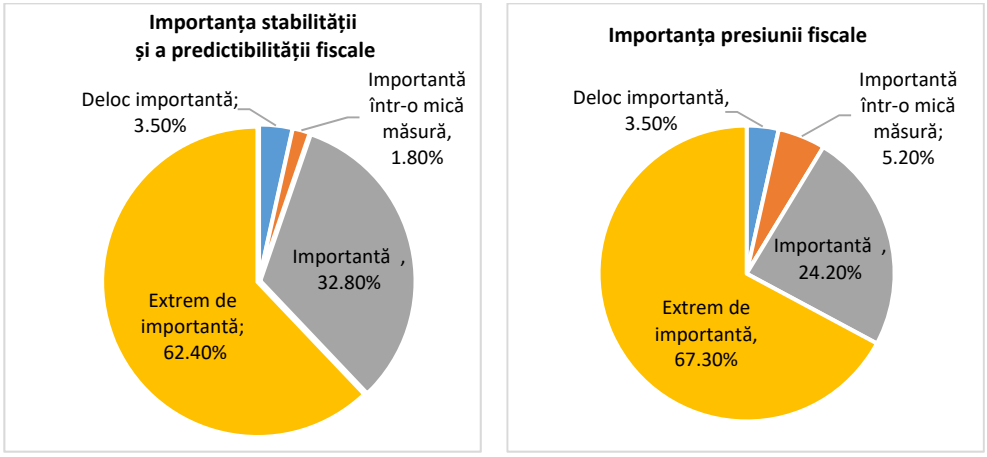


Figura 4-11. ***Importanța stabilității, predictibilității și a presiunii fiscale pentru brokerii din piața de capital românească în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

În ceea ce privește presiunea fiscală, așa cum se remarcă din datele din figura 4-11, aceasta nu are deloc importanță pentru 3,50% din brokerii respondenți, și are o importanță redusă pentru 5,20% dintre aceștia. Pentru ceilalți brokeri respondenți (adică 91,50%) presiunea fiscală în domeniul investițiilor financiare este importantă sau extrem de importantă atunci când aceștia își stabilesc obiectivele investiționale.

De remarcat în fiecare dintre cele două cazuri este procentul de 3,50% dintre brokeri care consideră că aspectele legate de fiscalitate nu au nici un fel de importanță atunci când își stabilesc obiectivele investiționale, aceștia practic nu iau în considerare un astfel de aspect când iau decizia de investire.

CAPITOLUL 5.

Profilul brokerilor din piața de capital românească

Pentru finalul lucrării ne-am propus să analizăm prin comparație răspunsurile obținute prin cele două chestionare, în cele două momente în timp: criza respectiv relansarea economică, astfel încât să putem construi un profil al brokerilor respondenți din piața de capital românească, chiar dacă prin aceasta oferim o imagine parțială a comportamentului brokerilor. Ne propunem așadar realizarea unei radiografii a comportamentului investițional al brokerilor respondenți pe perioada crizei respectiv în condițiile relansării economice.

În ceea ce privește experiența brokerilor respondenți în cele două momente analizate, aceasta a suferit modificări substanțiale în urma crizei, așa cum se poate observa din datele din figura 5-1:

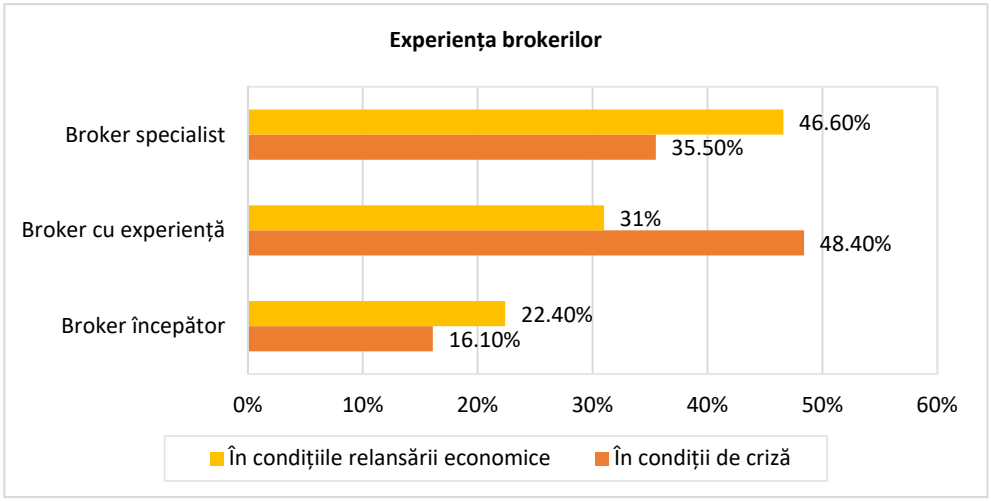


Figura 5-1. ***Experiența brokerilor în condiții de criză și în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

Dacă în condiții de criză, proporția brokerilor cu experiență[21] (48.4%) a fost net superioară acesteia în condițiile relansării economice, iar proporția brokerilor specialiști[22] în condițiile relansării economice (46.60%) a fost net superioară acesteia în condiții de criză (35.50%), putem să ne gândim la faptul că brokerii respondenți care au rămas în piața de

[21] Am considerat ca fiind brokeri cu experiență pe aceia care au investit pentru clienții lor în instrumente financiare variate, timp de mai mult de 3 ani, au fost expuși la volatilități ridicate ale pieței, cunosc bine instrumentele financiare în care investesc și dețin o cultură financiară satisfăcătoare.

[22] Am considerat ca fiind brokeri specialiști pe aceia care au investit pentru clienții lor în instrumente financiare variate, cu diferite clase de risc, timp de mai mult de 5 ani, au fost expuși la volatilități excesive ale pieței, cunosc foarte bine piața și instrumentele în care investesc, mecanismele de funcționare ale pieței precum și riscurile asociate unor astfel de investiții.

capital și după perioada crizei, au devenit brokeri specialiști ulterior schimbării trendului, ajutându-i în acest caz atât intervalul de timp scurs cât și experiența acumulată în urma crizei. Observăm, de asemenea, că în condițiile relansării economice, putem identifica în piață o pondere ceva mai mare a brokerilor respondenți începători (22.40%). Considerăm această perioadă una foarte benefică pentru formarea următorilor brokeri cu experiență din piață, aceasta datorită trendului ascendent și a volatilității ceva mai reduse a pieței.

În ceea ce privește eficiența activității brokerilor respondenți, cel puțin aceea declarată de ei, putem spune că în condițiile relansării economice brokerii respondenți au marcat profituri substanțiale de peste 15% în medie pe an, pentru clienții lor (41,40% dintre brokeri) așa cum se remarcă din datele din figura 5-2.

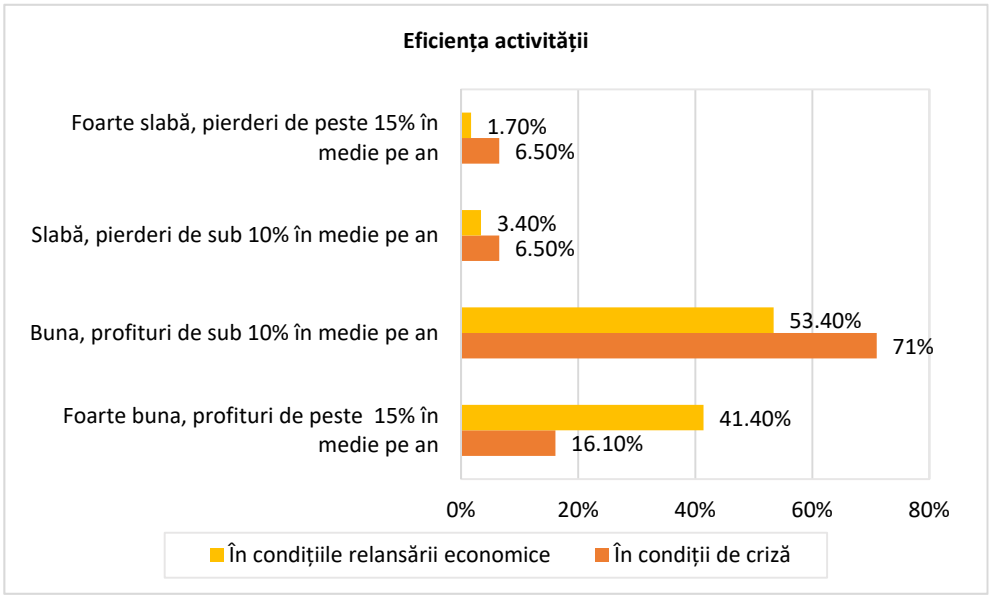


Figura 5-2. ***Eficiența activității brokerilor în condiții de criză și în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

De asemenea, putem spune că cei 16,10% dintre brokerii respondenți care evaluează propria eficiență ca fiind foarte bună în condiții de criză, sunt într-adevăr specialiști ai pieței de capital, deoarece marcarea unor astfel de profituri în condițiile în care trendul descendent era evident la vremea respectivă, este foarte dificil de realizat. Observăm că cei mai mulți brokeri respondenți consideră că eficiența activității lor este una bună iar profiturile marcate de aceștia sunt în medie de până la 10% pe an, atât în perioada de criză cât și în condițiile relansării economice. De remarcat, în acest caz, este procentul extrem de scăzut (6,50%) al brokerilor respondenți care au marcat pierderi de până în 10% sau, chiar mai mult, în perioada de criză. Considerăm că acest procent este ușor nerealist pentru că o criză presupune scăderi drastice de prețuri într-un interval de timp relativ scurt, așadar timpul de reacție al brokerilor pentru lichidarea unor poziții, a fost și el limitat.

Am fost interesați să aflăm care sunt cele mai importante aspecte pentru brokerii respondenți din piața de capital românească din perspectiva randamentului investițiilor lor

(vezi figura 5-3). Am ajuns astfel la concluzia că pentru cei mai mulți dintre aceștia (48,4%) în condiții de criză cel mai important este să obțină un randament pozitiv într-un final, chiar dacă pe parcurs randamentul variază și poate fi uneori chiar negativ, dar foarte important este și să obțină un randament real pozitiv (pentru 41,90% dintre ei). De remarcat este răspunzul brokerilor respondenți în condiții de criză, conform căruia doar un procent de 9,70% dintre aceștia au ca obiectiv câștigul pe termen lung, aceștia fiind orientați pe termen ceva mai scurt pentru investițiile lor, cel puțin până în momentul schimbării trendului în piață.

În condițiile relansării economice, pentru 32,30% dintre brokerii respondenți este important să câștige pe termen lung, ceea ce indică o schimbare de atitudine a brokerilor respondenți în cele două perioade de timp analizate.

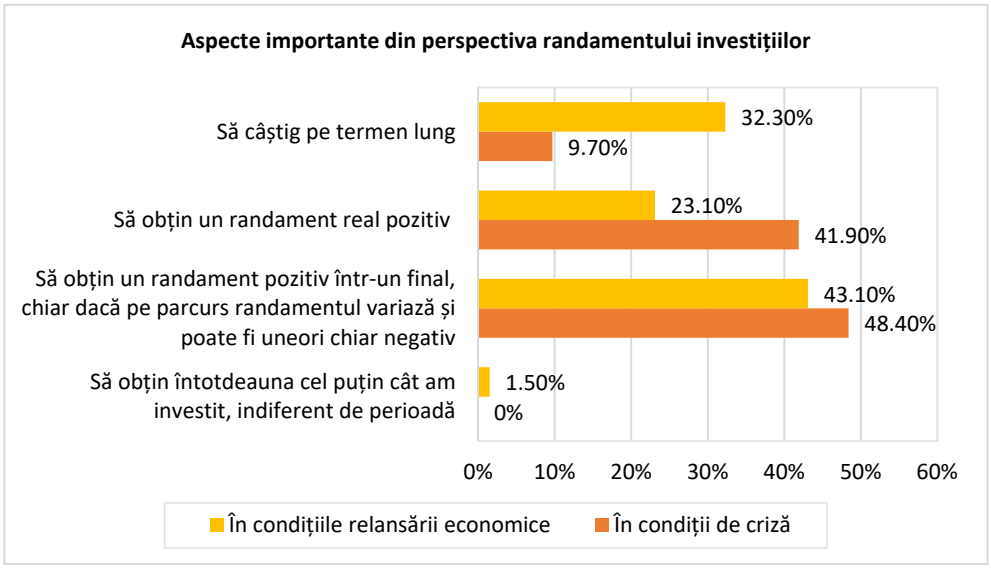


Figura 5-3. ***Aspecte importante din perspectiva randamentului investițiilor realizate în condiții de criză și în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

Și în condițiile relansării economice, brokerii respondenți consideră ca fiind foarte important să obțină un randament pozitiv într-un final, chiar dacă pe parcurs acesta variază și poate fi uneori chiar negativ (pentru 43,10% dintre brokeri). Paradoxal este însă răspunsul celor 1,50% din brokerii respondenți care în condițiile relansării economice consideră că este important să obțină întotdeauna cel puțin cât au investit, indiferent de perioadă. Acest aspect este cu atât mai ciudat cu cât acești brokeri au putut resimți și beneficia de creșterile generalizate din piață din ultimii ani.

În ceea ce privește elementele legate de personalitatea brokerilor în cele două perioade analizate, rezultatele sunt ușor suprinzătoare (vezi figura 5-4):

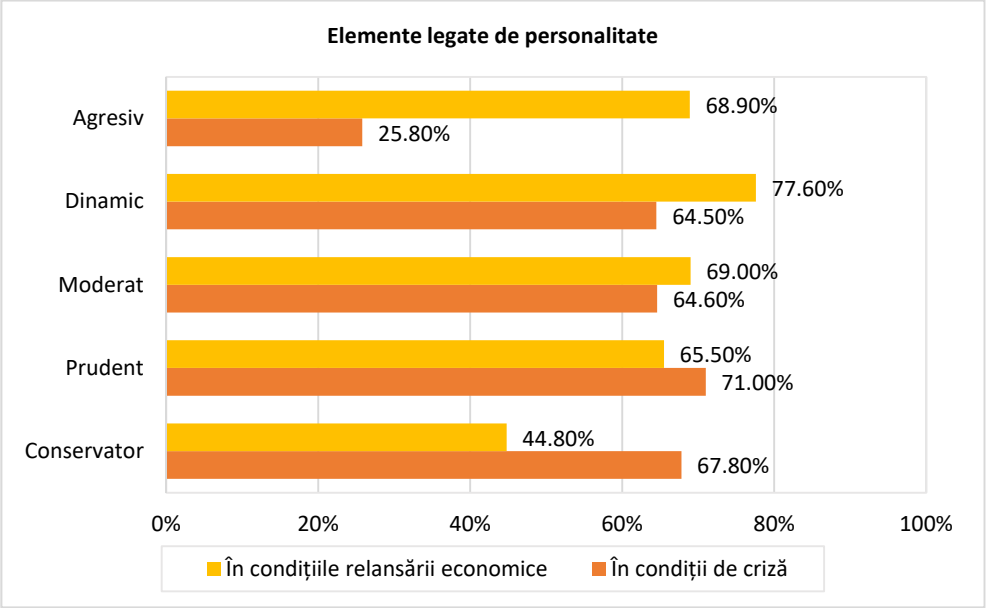


Figura 5-4. ***Elemente legate de personalitatea brokerilor din piața de capital românească în condiții de criză și în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

Putem observa din această figură că în condițiile relansării economice, brokerii respondenți din piața de capital românească sunt mult mai agresivi decât în condiții de criză. Această agresivitate este strict privită ca agresivitate investițională. Acest rezultat este oarecum surprinzător, deoarece pe un trend ascendent al pieței nu ar fi nevoie de atât de multă agresivitate investițională pentru a marca câștiguri importante, precum în cazul unei piețe în scădere.

Brokerii respondenți se consideră ceva mai dinamici în condițiile relansării economice decât în perioada de criză, aceasta pentru că trendul pozitiv din piață oferă multiple variante de realizare a investițiilor lor, în consecință aceștia pot fi mai dinamici investițional.

În ceea ce privește capacitatea acestora de a fi moderați, nu există o diferență notabilă între cele două perioade analizate (69% vs 64,60%), putem concluziona așadar că brokerii respondenți se consideră moderați indiferent de perioada în care investesc. Acest lucru este îmbucurător pentru o piață în dezvoltare deoarece existența brokerilor moderați, echilibrați este esențială. La fel de îmbucurător este faptul că în condiții de criză, brokerii respondenți sunt ceva mai prudenți în ceea ce privește investițiile realizate decât în condițiile relansării economice.

Un aspect deloc de neglijat este faptul că brokerii respondenți se consideră conservatori într-un procent mult mai mare în condiții de criză decât în condițiile relansării economice, chiar dacă în perioadele de criză aceștia trebuie să fie ceva mai dinamici și să își restructureze strategia investițională în funcție de condiții într-un interval mai scurt de timp.

Frecvența legăturii cu clienții este și ea importantă pentru a observa comportamentul investițional al brokerilor.

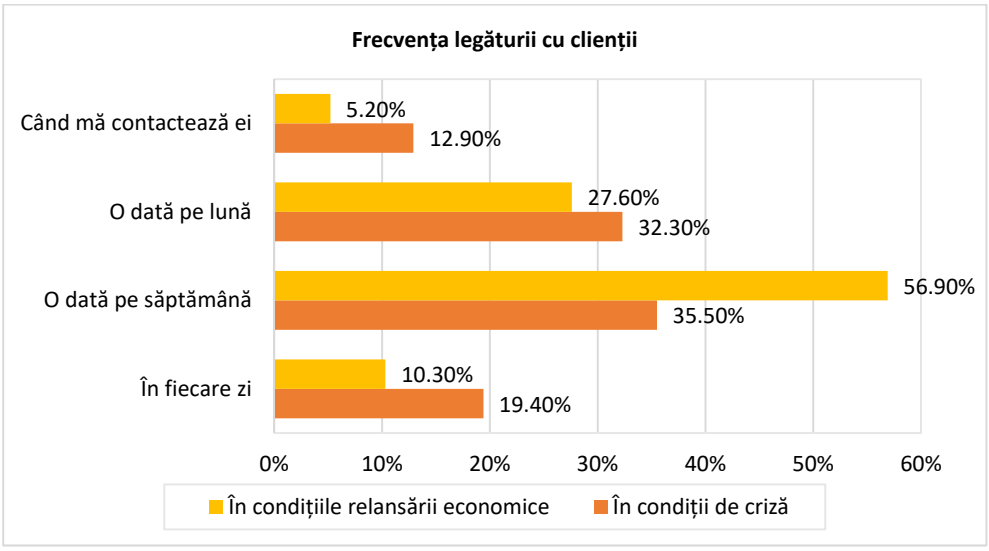


Figura 5-5. ***Frecvența legăturii cu clienții în condiții de criză și în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

Putem observa din figura 5-5 că atât în perioada de criză cât și condițiile relansării economice, brokerii respondenți preferă să interacționeze cu clienții lor o data pe săptămână sau o dată pe lună. Această frecvență ne reconfirmă oarecum înclinația spre speculație a brokerilor respondenți în ambele perioade de timp analizate. Dacă aceștia ar avea un orizont de timp mai îndelungat pentru investiții, legătura cu clienții lor s-a realiza mai rar.

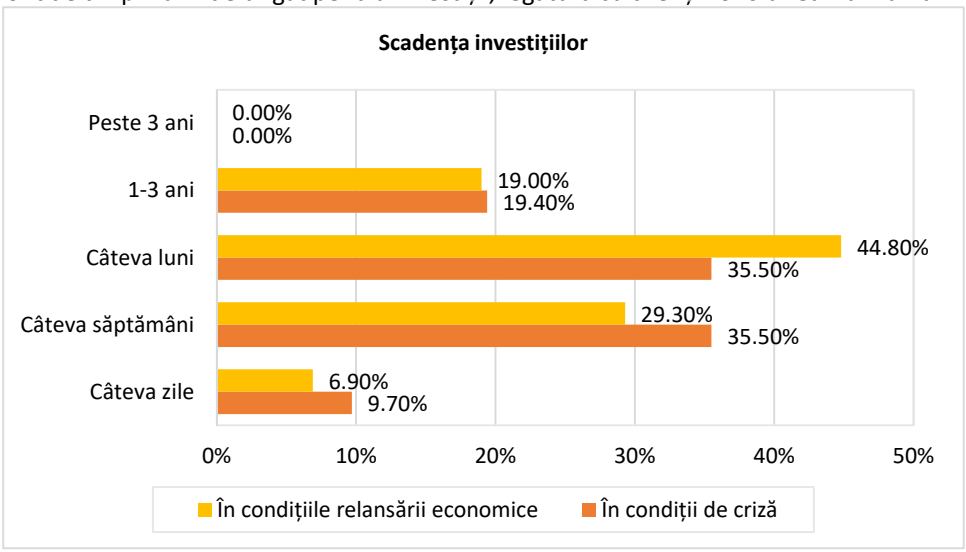


Figura 5-6. ***Scadența investițiilor realizate în condiții de criză și în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

Comportamentul brokerilor respondenți vis-à-vis de scadența preferată a investițiilor pentru cele două perioade analizate, se prezintă ca în figura 5-6.

Observăm un detaliu esențial: în condiții de criză înclinația spre speculație a brokerilor respondenți este mai accentuată având în vedere faptul că brokerii preferă să perfecteze tranzacții cu scadența la câteva zile sau cel mult la câteva săptămâni. De remarcat, din nou în acest caz, este faptul că nici un broker respondent nu își propune investiții cu scadența de peste 3 ani, nici în condiții de criză dar, mai surprinzător, nici în condițiile relansării economice. Se reconfirmă astfel concluzia referitoare la înclinația spre speculație a brokerilor români respondenți.

În capitolele precedente am abordat aspectul referitor la volatilitatea acceptată de către brokerii respondenți în cele două perioade luate în analiză, însă considerăm că puse în oglindă aceste rezultate, ne pot oferi o imagine mai adecvată asupra acestui aspect (vezi figura 5-7).

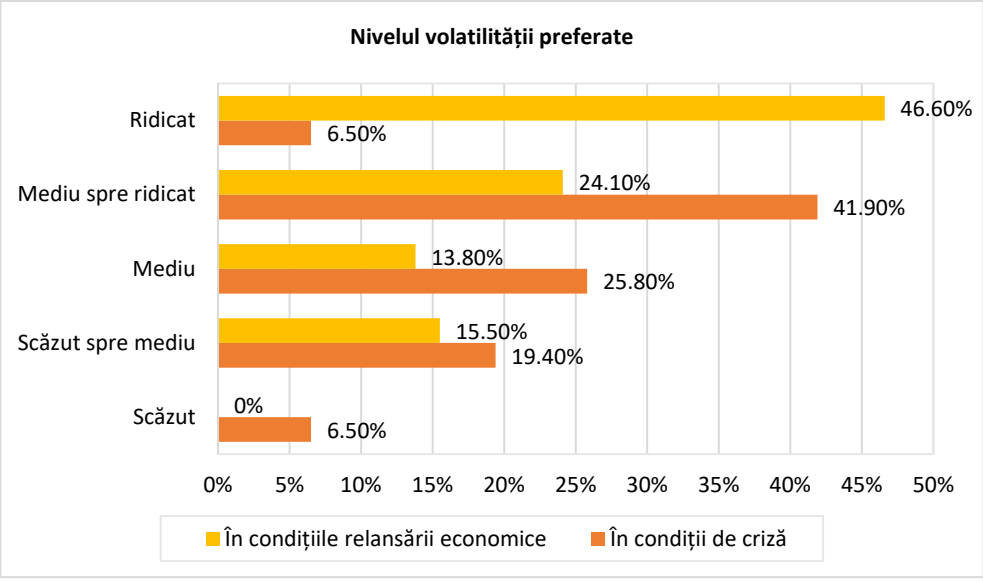


Figura 5-7. ***Nivelul volatilității preferate în piață de către brokeri în condiții de criză și în condițiile relansării economice***

Sursa: prelucrări proprii

În condițiile relansării economice, în mod cert brokerii respondenți din piața de capital românească preferă un nivel al volatilității din piață cât mai ridicat, niciunul dintre aceștia nu consideră că un nivel scăzut al volatilității din piață ar putea fi în concordanță cu atingerea obiectivelor lor. În condiții de criză, chiar dacă în piață există o volatilitate a prețurilor destul de accentuată, brokerii intervievați preferă un nivel mediu spre ridicat al acesteia. Din aceste rezultate, putem spune că unor brokeri din România fie le plac investițiile riscante, fie adrenalina determinată de o volatilitate ridicată a prețurilor din piață.

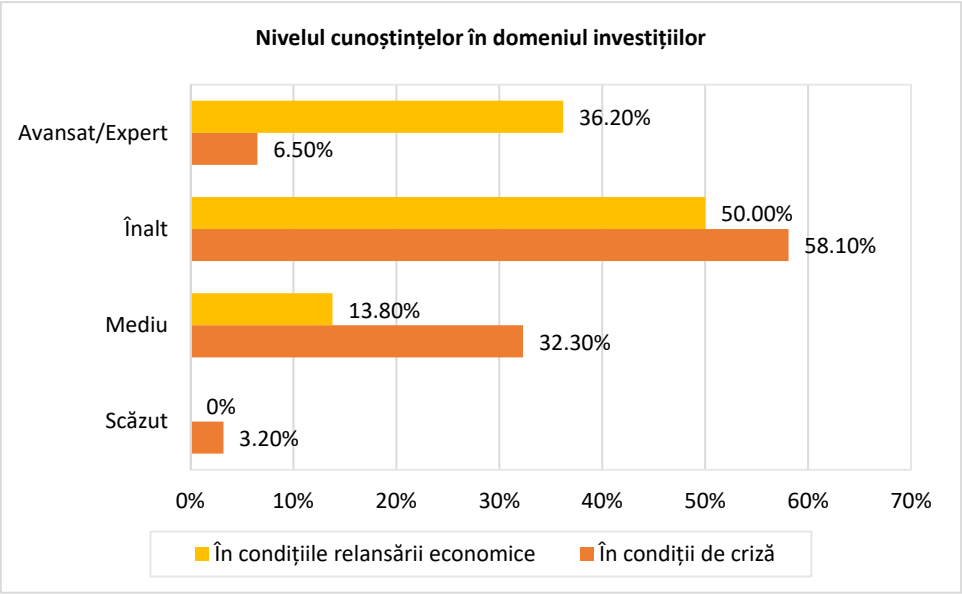


Figura 5-8. ***Nivelul declarat al cunoștințelor în domeniul investițiilor în condiții de criză și în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

Deși am analizat experiența brokerilor respondenți în prima parte a acestui capitol, considerăm că nivelul cunoștințelor în domeniul investițiilor este și el important. Din figura 5-8, putem vedea că în condițiile relansării economice majoritatea brokerilor respondenți declară că au cunoștințe avansate sau înalte în domeniul investițiilor. Această apreciere proprie a nivelului cunoștințelor deținute poate rezulta și din performanțele obținute de către brokeri pe trend ascendent al pieței. De remarcat din nou este faptul că în aceste condiții, nici un broker nu consideră că deține un nivel scăzut de cunoștințe în acest domeniu. În condiții de criză, cei mai mulți brokeri respondenți consideră că dețin un nivel înalt de cunoștințe în domeniul investițiilor.

Fundamentarea deciziilor de investire în condiții de criză se realizează preponderent utilizând rapoartele de analiză tehnică și fundamentală realizate de societăți specializate în acest domeniu. În condițiile relansării economice însă, brokerii își fundamentează luarea deciziei de investire pe baza propriilor analize.

Observăm în figura 5-9 că în criză, 9,70% dintre brokerii respondenți respectiv, 1,70% dintre aceștia pe trend pozitiv al pieței consideră că nu își fundamentează în nici un fel deciziile, ei luând în considerare intuiția și flerul de moment atunci când se decid să investească.

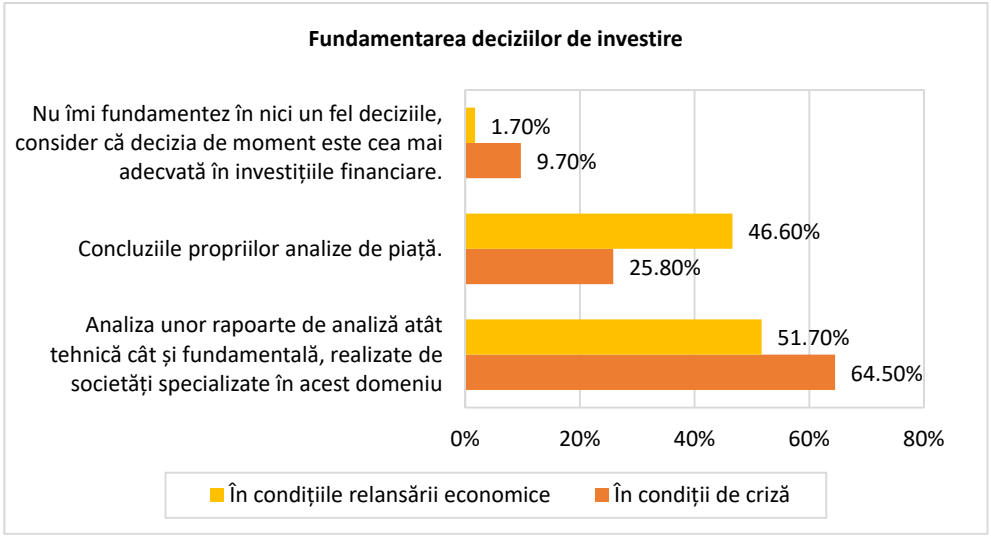


Figura 5-9. ***Fundamentarea deciilor de investire în condiții de criză și în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

În ceea ce privește preferința brokerilor respondenți în interacțiunea cu clienții lor pentru primirea ordinelor de tranzacționare, aceștia preferă în mod clar ordinele telefonice din partea clienților. Cei mai puțini dintre ei preferă ordinele fizice scrise din partea clienților, aceasta probabil pentru că timpul necesar unei astfel de interacțiuni ar fi mai extins, decât în oricare dintre celelalte variante (vezi figura 5-10.).

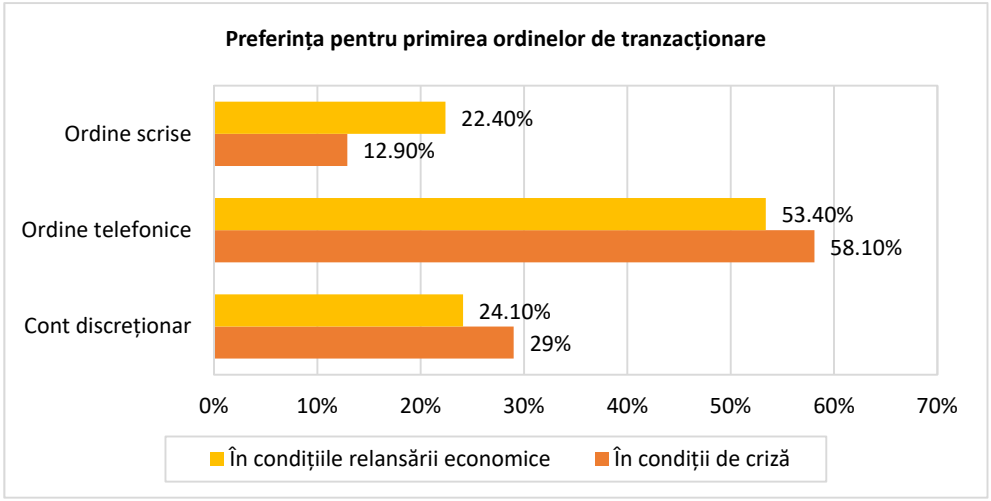
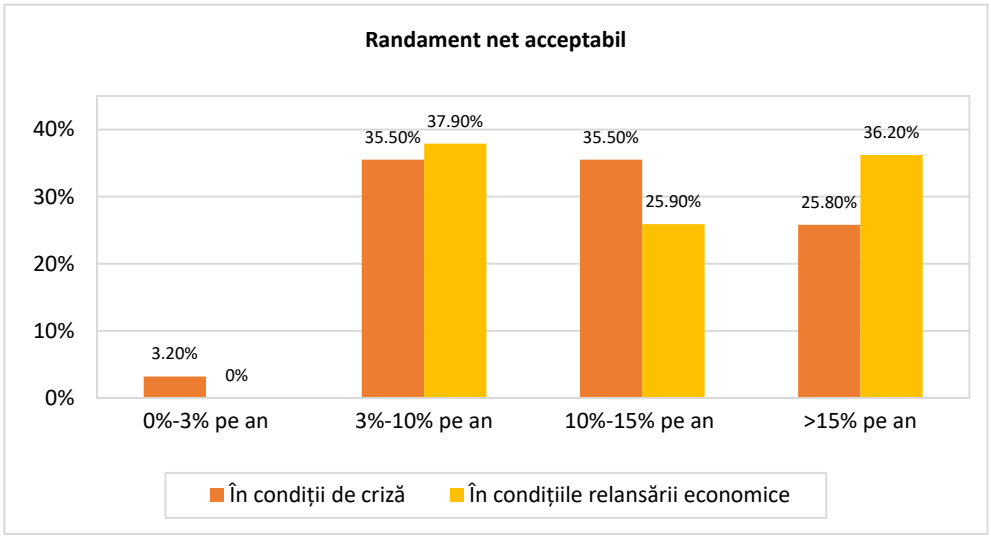


Figura 5-10. ***Preferința pentru primirea ordinelor de tranzacționare din partea clienților în condiții de criză și în condiții de relansare economică***
Sursa: prelucrări proprii

Utilizarea contului discreționar este preferată de 24,10% dintre brokerii respondenți în condiții de trend ascendent și de 29% dintre aceștia în condiții de trend descendent. În cazul contului discreționar, brokerul este împuternicit să efectueze toate operațiunile legate de administrarea portofoliului lui respectiv să cumpere sau să vândă valori mobiliare sau să efectueze raportările legale.

Foarte interesantă este abordarea brokerilor respondenți din perspectiva randamentului net acceptabil respectiv a pierderii nete acceptabile. În figurile 5-11 pot fi observate rezultatele obținute.



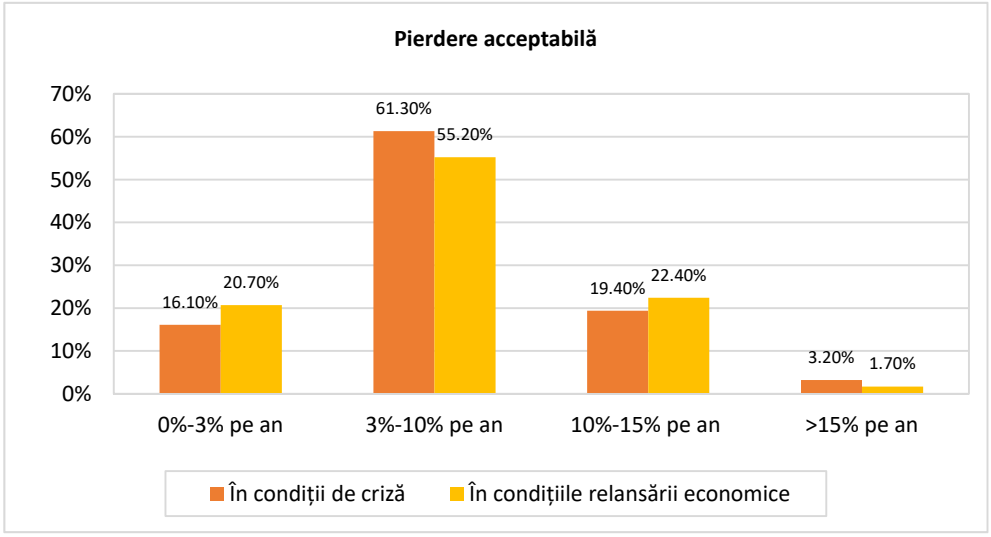


Figura 5-11. ***Nivelul randamentului acceptabil și a pierderii acceptabile în condiții de criză și în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

Putem observa că în condiții de criză, așteptările brokerilor respondenți sunt în unele cazuri ceva mai ridicate decât în condițiile unui trend ascendent. Cei mai mulți dintre brokeri (35,50%) consideră că un nivel al randamentului obținut de 3–10% pe an ar putea fi considerat acceptabil, în timp ce alți 35,50% dintre aceștia consideră acceptabil un nivel al randamentului de 10–15% pe an. Prin comparație însă, în perioada de criză brokerii respondenți consideră că marcarea unei pierderi de 3–10% pe an ar fi rezonabilă.

În condițiile relansării economice, brokerii respondenți consideră acceptabil un nivel al randamentului de cel puțin 3% (37,90% dintre ei), cel puțin 10% pe an (25,90% dintre ei) respectiv un randament de minim 15% pe an (36,20% dintre brokeri). Și în perioada de creștere, pierderea acceptabilă pentru brokerii respondenți se situează undeva în intervalul 3–10% pe an. De remarcat în acest caz, procentul foarte scăzut al brokerilor care consideră că ar fi acceptabilă o pierdere marcată de peste 15% pe an.

În figura 5-12 observăm că cel puțin pe timp de criză recomandările brokerilor respondenți pentru clienții lor au vizat investițiile în acțiuni (67,70% dintre brokeri) acestea fiind urmate de produsele financiare derivate. În perioada de relansare economică, brokerii s-au orientat mai mult spre produsele financiare derivate (34,3% dintre aceștia) dar au păstrat și recomandarea de investiții în acțiuni (32,90% dintre ei). Observăm așadar o modificare notabilă în comportamentul lor investițional în ceea ce privește recomandarea de investiție.

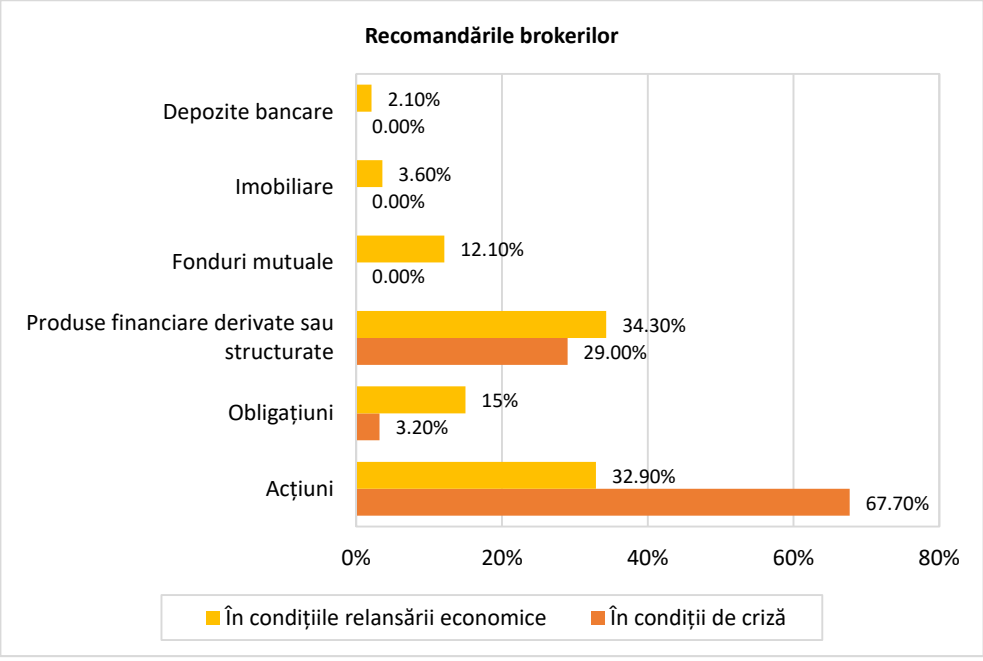


Figura 5-12. ***Recomandările brokerilor în condiții de criză și în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

În ceea ce privește accesul brokerilor respondenți pe piețe internaționale, putem remarca din figura 5-13 o modificare substanțială a abordării acestora.

În perioada de criză doar 25,80% dintre brokerii chestionați aveau acces la piețe internaționale. Acest lucru s-a schimbat însă, când în condițiile relansării economice accesul la piețe

internaționale este posibil pentru 62,10% dintre brokerii respondenți. Se poate ca această creștere notabilă a acestui procent să fi determinat în mare măsură schimbarea comportamentului investițional al acestora, în măsura în care am arătat deja aceste lucruri.

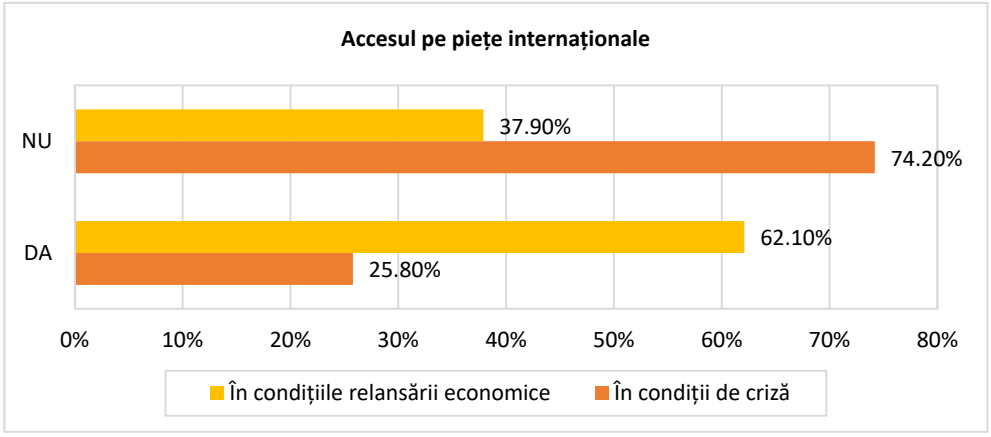


Figura 5-13. ***Accesul brokerilor pe piețe internaționale***
Sursa: prelucrări proprii

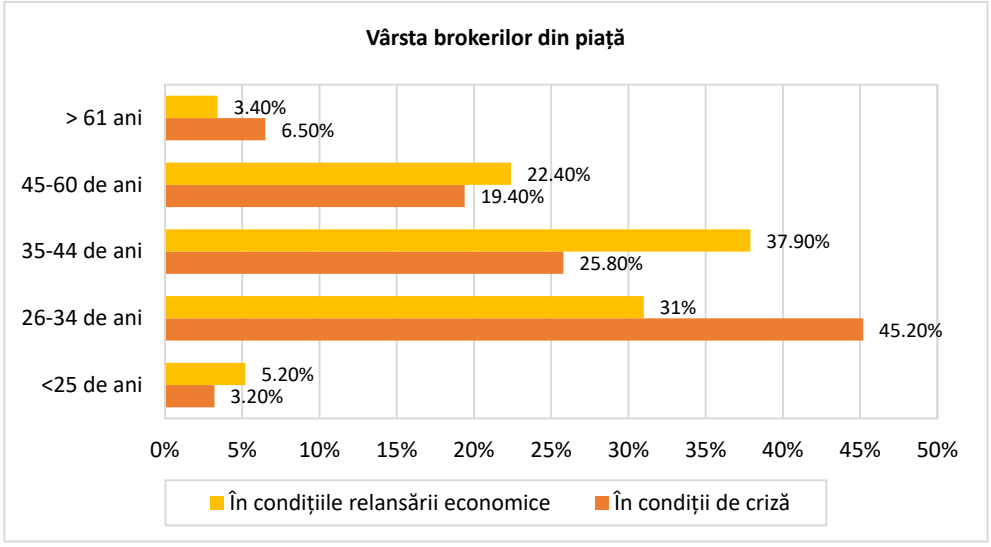


Figura 5-14. ***Vârsta brokerilor în condiții de criză și în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

În ceea ce privește vârsta brokerilor respondenți din piață, se observă din datele din figura 5-14 că în condiții de criză, cei mai mulți se situau între 26 și 34 de ani (45,20%), în timp ce în condițiile relansării economice, cei mai mulți dintre brokeri se situau între 35 și 44 de ani (37,90%). Concluzia ce o putem desprinde de aici – brokerii respondenți activi din piața de capital românească sunt tineri, cel mult de vârstă medie.

În ceea ce privește structura pe sexe a brokerilor respondenți activi în piața de capital românească, putem spune cu tărie că această meserie aparține bărbaților, indiferent la ce perioadă ne raportăm (vezi figura 5-15).

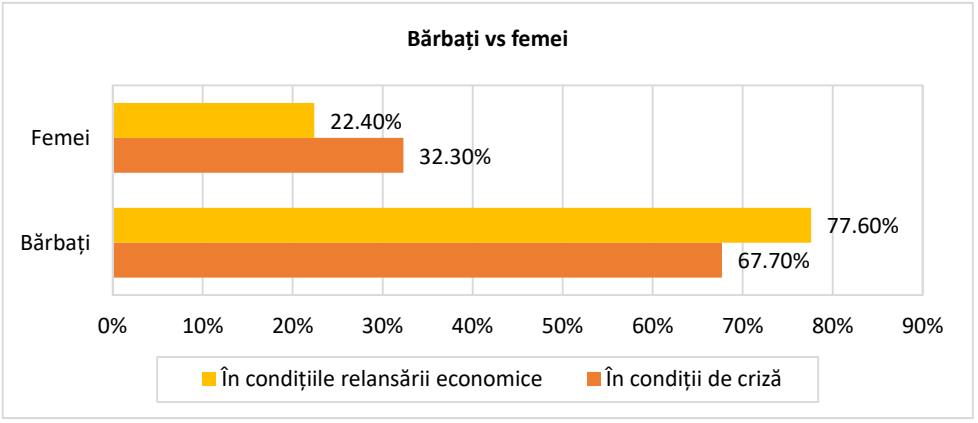


Figura 5-15. ***Structura pe sexe a brokerilor în condiții de criză și în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

În condițiile în care se cunoște faptul că femeile evită oarecum activitățile mai stresante sau mai solicitante, putem spune că cele 22,40% femei broker respondente în condiții de trend pozitiv respectiv cele 32,30% femei broker respondente în condiții de criză, sunt reprezentantele sexului frumos într-o lume a bărbaților. Cu toate acestea nu considerăm că a fi femeie în mediul investițional ar putea reprezenta o piedică pentru acestea, în atingerea obiectivelor lor investiționale.

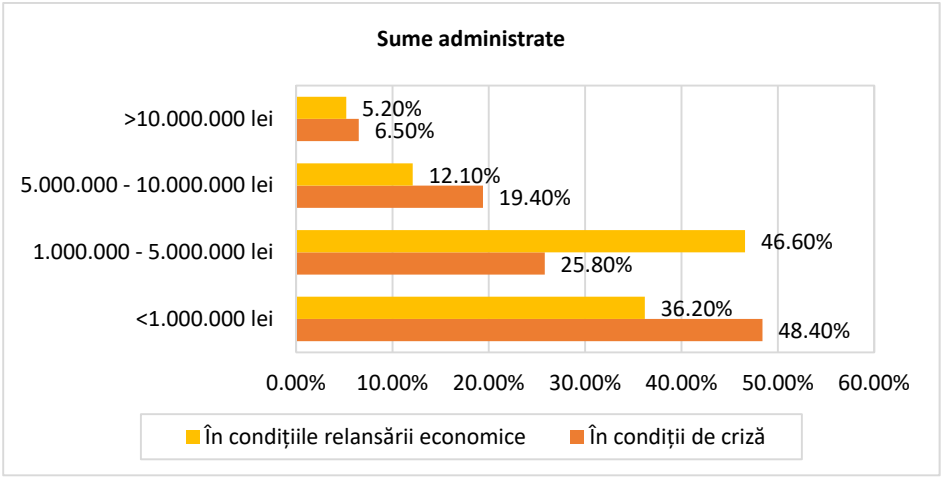


Figura 5-16. ***Sume administrate de brokeri în condiții de criză și în condițiile relansării economice***
Sursa: prelucrări proprii

Poate cel mai important aspect la care se raportează brokerii este cel al sumelor administrate. Acestea sunt prezentate în figura 5-16.

Dacă în perioada de criză cei mai mulți brokeri respondenți (48,40%) gestionau sume ale clienților lor în valoare de până la 1 milion de lei, în condițiile relansării economice, cei mai mulți dintre aceștia (46,60%) gestionează sume cuprinse între 1 și 5 milioane de lei. Se poate ca aceste sume să fi crescut ca urmare a schimbării trendului respectiv, a aprecierii portofoliilor, dar și ca urmare a unor noi aporturi din partea clienților.

CONCLUZII

Evoluția evenimentelor pe piețele financiare din ultima decadă, ne-au făcut să ne îndreptăm atenția asupra acestei teme de larg interes și anume a comportamentului investițional. Subiecții acestei cercetări sunt reprezentați de către brokerii din piața de capital românească care au răspuns chestionarelor lansate în cadrul studiului. Obiectivul principal de la care a pornit această cercetare a fost determinat de conștientizarea necesității cunoașterii reacțiilor brokerilor la diverși stimuli. În acest sens, am luat în considerare două momente importante în evoluția piețelor de capital, astfel încât analiza noastră să surprindă comportamentul investițional al brokerilor pe timp de criză dar și în condițiile relansării economice. Momentele aplicării chestionarelor au fost alese tocmai pentru a surprinde cele mai relevante aspecte în ceea ce înseamnă comportament investițional.

Cultura investițională reprezintă un reper în vederea conturării unui cadru pentru stabilirea unui profil al brokerilor iar abordarea acesteia din perspectiva masculinității, feminității și a gradului de evitare a incertitudinii oferă un caracter de originalitate abordării. Acestea sunt cele mai reprezentative dimensiuni care pot caracteriza mediul investițional într-o țară și în acest sens, am realizat o comparație a coeficientului de masculinitate determinat de Hofstede pentru România, Statele Unite ale Americii și Japonia. Ca urmare a valorilor acestui coeficient, am ajuns la concluzia conform căreia, cultura românească este caracterizată mai degrabă de feminitate decât de masculinitate, cel puțin din perspectiva comparației realizate. O comparație similară am realizat utilizând valoarea coeficientului de evitare a incertitudinii, pentru aceleași trei state. Din această perspectivă am constatat că, cultura românească manifestă un grad ridicat de evitare a incertitudinii, indivizii preferând implementarea unor reguli și legi rigide care să ghideze societatea în ansamblul ei.

Un aspect ceva mai rafinat, abordat într-o manieră personală bazat pe experiența în acest domeniu, se referă la factorii de natură subiectivă ce intervin în luarea deciziei de investire. Așa cum era de așteptat, impulsul de moment de care dau dovadă brokerii în unele situații, fie presați de timp, fie conduși de adrenalină, poate reprezenta un factor de natură subiectivă extrem de important în vederea luării deciziei de investire. Pe lângă acesta, un alt aspect important ce trebuie avut în vedere în luarea deciziei de investire este reprezentat de impactul emoțiilor generate de activitatea investițională a brokerilor.

Analizele au reliefat că pe parcursul activității investiționale, un broker trebuie să aibă capacitatea de a-și adapta strategia investițională în funcție de evoluția pieței. Putem spune că brokerii respondenți din piața de capital românească manifestă temeri diferite în condiții de piață diferite. Astfel, dacă în perioada de criză aceștia manifestă o temere vis-à-vis de rata inflației din piață, acest aspect devine neglijabil pentru ei în perioada de relansare economică. Nu același lucru se poate spune despre temerea pe care brokerii respondenți o manifestă față de știrile și informațiile negative apărute în piață. Acestea au un impact nefavorabil pentru strategia lor investițională, atât în perioade de criză cât și pe trend ascendent al pieței.

Una dintre concluziile surprinzătoare ale acestui studiu o reprezintă înclinația spre speculație a brokerilor respondenți, în ambele perioade de timp analizate. Putem reitera faptul că în perioada de criză brokerii respondenți manifestă o aversiune medie față de risc, în timp ce în perioada relansării economice aceștia manifestă o aversiune scăzută față de risc. Aceste

elemente ne reconfirmă înclinația lor spre speculație, indiferent de condițiile pieței. Aceeași concluzie poate fi desprinsă și din analiza scadenței investițiilor realizate, aceasta fiind orientată spre termen scurt sau foarte scurt.

Din punctul nostru de vedere, comportamentul investițional pe timp de criză și cel în condițiile relansării economice se diferențiază prin perspectiva dată de trendul general al pieței. Considerăm important și, totodată relevant și original rezultatul privind profitul brokerilor respondenți din piața românească de capital care poate oferi o imagine a comportamentului unei părți din această categorie profesională:

- în condiții de criză, majoritatea brokerilor respondenți activi din piață au fost brokeri cu experiență, în timp ce în perioada relansării economice, majoritatea brokerilor respondenți activi din piață au fost brokeri specialiști;
- indiferent de perioada de referință, eficiența activității brokerilor din piața de capital românească este una bună, aceștia marcând pentru clienții lor profituri de până în 10% pe an;
- obiectivul principal al brokerilor, indiferent pe perioadă îl reprezintă marcarea unor profituri pentru clienții lor respectiv obținerea unor randamente pozitive într-un final pentru aceștia;
- privitor la elementele legate de personalitate, brokerii se declară moderați, prudenți, conservatori și dinamici, în ambele perioade de timp analizate, dar ceva mai agresivi pe perioada relansării economice;
- perioada de criză a determinat orientarea brokerilor din piața de capital românească și spre pieţele internaționale, ponderea brokerilor cu acces pe pieţele internaționale a crescut considerabil imediat după criză;
- activitatea de brokeraj din piața de capital a României este preferată de bărbați, media de vârstă a acestora fiind de maxim 44 de ani;
- sumele administrate de brokeri pentru clienții lor sunt destul de mici, majoritatea acestora gestionând active cumulate ca valoare de până în 5.000.000 lei.

Ipoteza de la care am pornit această lucrare de cercetare a plecat de la ideea că există diferențe majore în comportamentul brokerilor din piața de capital românească, în condiții de criză respectiv în condițiile relansării economice. Considerăm că prin cercetarea întreprinsă, am arătat că ipoteza de la care am pornit este una legitimă, iar concluziile la care am ajuns evidențiază acest aspect.

Noutatea și originalitatea acestui studiu constă și în faptul că acesta reprezintă primul studiu din piața de capital românească care surprinde elemente complexe legate de comportamentul investițional al brokerilor. Cele două seturi de chestionare și două seturi de interviuri pe care le-am aplicat în acest studiu reprezintă un alt element de noutate și originalitate pentru lucrare.

Considerăm că un astfel de studiu este necesar și util atât pentru practicienii pieței de capital cât și pentru mediul academic, având în vedere faptul că piața de capital a României este încă la începutul dezvoltării sale.

Desigur, prezenta lucrare are și limitele sale, una dintre aceste limite referindu-se la rata de răspuns relativ scăzută din partea brokerilor. O extindere a acestui studiu la nivelul tuturor brokerilor din piața de capital românească ar putea genera informații mai relevante și complete despre comportamentul investițional al acestora.

BIBLIOGRAFIE

Ancuța, T., Cipariu, D., Aleman, A., & Cozgarea, M. (2009). *Investiții pe piețele la termen. Analize și strategii pentru investitori.* Sibiu: BMFMS.

Ancuța, T., Cipariu, D., Aleman, A., & Cozgarea, M. (2009). *Investiții pe piețele la termen. Analize și strategii pentru investitori. Ediția a-III-a.* Sibiu: Sibex.

Bako, D. (2006). *Integrarea piețelor financiare.* Cluj-Napoca: Editura Alma Mater.

Bako, D., & Sechel, I.-C. (2013). Managing the risk on financial markets. *Managerial Challenges of the Contemporary Society. Proceedings 6*, 203-207.

Bernstein, J. (2000). *Piața contractelor futures.* București: Editura Hrema.

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.-J. (2014). *Investments, 10th Global Edition.* Berkshire: McGraw-Hill Education.

Bosman, R., & Van Winden, F. (2010). Global Risk, Investment and Emotions . *Economica, Vol 77*, 451-471.

Brooks, C., & Katsaris, A. (2003). Rational Speculative Bubbles: An empirical investigation of the London Stock Exchange. *Bulletin of Economic Research – ISMA Centre*, 319-346.

Buffett, M., & Clark, D. (2010). *Warren Buffett and the Art of Stock Arbitrage. Proven Strategies for Arbitrage and Other Special Investments Situations.* New York: Scribner – A Division of Simon & Schuster.

Cabrales, A., Gossner, O., & Serrano, R. (2013). Entropy and the Value of Information for Investors. *American Economic Review, Vol 103, Nr 1*, 360-377.

Cavalveiro, E. A., Vieira, K. M., Ceretta, P. S., Trindade, L. d., & Tavares, C. E. (2011). Misattribution Bias: The Role of Emotion in Risk Tolerance. *The IUP Journal of Behavioral Finance, Vol VIII, Nr 3*, 25-44.

Chang, S.-K. (2013). Herd behavior, bubbles and social interactions in financial markets. *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, 89-101.

Ciobanu, G., & Sechel, I.-C. (2012). Neuroeconomics and Investment decision. Paradoxes of Modern Stock Exchange Markets. *Managerial Challenges of the Contemporary Society*, 86-90.

Ciobanu, G., & Sechel, I.-C. (2012). The Paradoxes of Modern Stock Exchange Markets. Characteristics of Investment Behavior of Brokers from Romania. *Interdisciplinary Management Research VIII*, 543-552.

Ciobanu, G., Luțaș, M., Postelnicu, C., Bako, D., Rus, A., Pop-Silaghi, M., & Toader, D. (2004). *Tranzacții economice internaționale.* Cluj-Napoca: Imprimeria Ardealul.

Cipriani, M., & Guarino, A. (2009). Herd behavior in financial markets: an experiment with financial market professionals . *Journal of European Economic Association* , 206-233.

De Melo, C. M., Carnevale, P. J., Read, S. J., & Grath, J. (2014). Reading People's Minds From Emotion Expressions in Interdependent Decision Making. *Journal of Personality and Social Psychology, Vol 106, Nr 1*, 73-88.

Dong, Z., Gu, Q., & Han, X. (2010). Ambiguity aversion and rational herd behaviour. *Applied Financial Economics, Vol 20*, 331-343.

Duke Institute for Brain Sciences. (2015). *Center for Neuroeconomics Studies*. Preluat pe may 2012, de pe http://dibs.duke.edu/research/neuroeconomic-studies

Fama, E. (1965). The Behavior of stock market prices. *Journal of Business*.

Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance, Vol 25, Nr 2*, 383-417.

Fama, E. (1991). Efficient capital market: II. *Journal of Finance, Vol 46, Nr 5*, 1575-1617.

Făt, C. (2005). *Contracte futures și opțiuni.* Cluj-Napoca: Casa Cărții de Știință.

Fenton-O'Creevy, M., Lins, J. T., Schaaf, K., Vohra, S., Richards, D. W., & Davies, G. (2012). Emotion Regulation and Trader Expertise: Heart Rate Variability on the Trading Floor. *Journal of Neoroscience, Psychology and Economics, Vol 5, Nr 4*, 227-237.

Fenton-O'Creevy, M., Soane, E., Nicolson, N., & Willman, P. (2011). Thinking, feeling and deciding: The influence of emotions on the decision making and performance of traders. *Journal of Organizational Behavior, Vol 32*, 1044-1061.

Geng, X., Lin, L., & Whinston, A.-B. (2009). Effects of Organizational Learning and Knowledge Transfer on Investment Decision under Uncertainty. *Journal of Management Information Systems, Vol 26, Nr 2*, 123-145.

Glimcher, P. W., & Rustichini, A. (2004). Neuroeconomics: The Consilience of Brain and Decision. *306* (pag 447-452).

Goldfarb, M.-G. S., & Barrett, L. F. (2010). Affect and the framing effect within individuals over time: risk taking in a dynamic investment simulation. *Academy of Management Journal, Vol 53, Nr 2*, 411-431.

Graham, B. (2010). *Investitorul inteligent.* București: Editura C.H.Beck.

Hill, D. (2010). *Emotionomics: cum să câștigi inimile și mințile oamenilor.* București: Editura Publica.

Hofstede, G. (2015). *www.geert-hofstede.com*. Preluat pe 2012, de pe http://geert-hofstede.com/romania.html

Jacquillat, B., & Solnik, B. (1997). *Marches financiers. Gestion de portefeuille et des risques.* Paris: Dunod.

Kiyosaki, R.-T., & Lechter, S.-L. (2000). *Rich Dad's Guide to Investing. What the Rich Invest in that the Poor and Middle Class Do Not!* New York: Hachette Books Group USA in association with Cashflow Technologies.

Kuhnen, C. M., & Knutson, B. (2011). The Influence of Affect on Beliefs, Preferences and Financial Decisions . *Journal of Financial and Quantitative Analysis , Vol 46, Nr 3*, 605-626.

Levinson, M. (2014). *Guide to financial markets. Why they exist and how they work.* London: Profile Books Ltd.

Louis, J.-V., & Devos, D. (1991). *L'ethique des marches financiers – Financial Markets Ethics.* Etudes Europeennes – Colection dirigee par l'institut d'Etudes europeennees.

Lowe, J. (2009). *Warren Buffett se destăinuie. Iscusința și înțelepciunea celui mai mare investitor al lumii.* București: Injoy Books.

Mionel (Pană), O. (2010). *Psihologia investitorului. Tendințe și mutații pe piața financiară internațională.* București: Editura Universitară.

Mittal, M. V. (2009). Does Irrationality in Investment Decisions Vary with Income? *The Icfay University Journal of Behavioral Finance, Vol VI, No 1*, 26-42.

Montier, J. (2012). *Minighid de comportament investițional: cum să nu-ți fii cel mai mare dușman.* București: Editura Publica.

Plutchik, R. (1991). *The emotions.* Boston: University Press of America.

Plutchik, R. (1991). *The emotions.* Boston: University Press of America.

Reuters. (2000). *Introducere in Studiul Piețelor de Titluri de Valoare.* București: Editura Economică.

Reuters. (2001). *Introducere în studiul produselor financiare derivate.* București: Editura Economică.

Sahi, S. K., Arora, A., & Dhameja, N. (2013). An Exploratory Enquiry into the Psychological Biases in Financial Investment Behavior . *The Journal of Behavioral Finance, Vol 14*, 94-103.

Sahi, S.-K., Arora, A.-P., & Dhameja, N. (2013). An Exploratory Inquiry into the Psychological Biases in Financial Investment Behavior. *The Journal of Behavioral Finance*, 94-103.

Sanfey, A. G., Loewenstein, G., McClure, S. M., & Cohen, J. D. (2006). Neuroeconomics: cross-curents in research in decision making. *Trends in Cognitive Sciences, Vol 10, Nr 3, 10*(3), 108-116.

Schroeder, A. (2010). *Bulgărele de zăpadă: Warren Buffett și viața ca afacere.* București: Injoy Books.

Sechel, I. (2014). The analysis of appetite to speculate for the brokers in romanian capital market. *Internal Auditing & Risk Management, Anul IX, Nr.4(36)*, 65-74.

Sechel, I.-C. (2015). The Influence of Subjective Fcators on the Decision to Invest in the Stock Exchanges . *International Journal of Business and Management Studies*, 53-57.

Shah, M., & Verma, A. (2011). Analisys of Investment Behaviour during Recovery Phase among Youth Investors of Indian Stock Market. *Management Development Institute, Vision 15, I*, 1-9.

Shiller, R. J. (2011). *The Neuroeconomics Revolution.* Project Syndicate.

Soros, G. (2006). *The Age of Fallibility.* London: Weidenfeld & Nicolson.

Soros, G. (2008). *Noua paradigmă a piețelor financiare.* București: Editura Litera International.

Stanyer, P. (2014). *Guide to investment strategy. How to understand markets, risk, rewards and behaviour.* London: Profile Books Ltd.

Stanyer, P. (2014). *Guide to investment strategy. How to understand markets, risk, rewards and behaviour. Third edition.* . Londra: Profile Books.

Town, P. (2008). *Regula nr 1 – Cum să investești la bursă.* București: Editura Meteor Press.

Zweig, J. (2007). *Your Money and Your Brain – How the new science of neuroeconomics can help make you rich.* New York: Simon and Schuster Paperbacks.

ANEXA 1

CHESTIONAR
(destinat brokerilor pe piața de capital din România)

Informații generale: chestionarul își propune să reliefeze caracteristici ale profilului brokerilor de investiții financiare din România, pe baza informațiilor furnizate de dumneavoastră. Datele furnizate au un caracter confidențial și vor fi utilizate doar pentru prelucrări statistice.

Instrucțiuni de completare: chestionarul cuprinde mai multe tipuri de întrebări. Pentru întrebările cu variante de răspuns, se va alege răspunsul adecvat situației dumneavoastră, iar pentru întrebările ce presupun o scară de evaluare de la 1 la 5, se va nota nivelul importanței atribuite de dumneavoastră situației respective.

1. Cum ati caracteriza experiența dumneavoastră de broker (agent de servicii de investiții financiare):

a. ***Sunt broker începător*** – am investit pentru clienții mei în 1–2 instrumente financiare, timp de mai puțin de 1 an. Nu am asistat la volatilități excesive ale pieței, însă înțeleg noțiunea de risc asociat unor astfel de investiții. Cunoștințele mele în domeniul financiar sunt scăzute.

b. ***Sunt broker cu experiență*** – am investit pentru clienții mei în instrumente financiare variate, timp de mai mult de 3 ani. Am fost expus la volatilități ridicate ale pieței. Cunosc bine instrumentele financiare în care investesc și dețin o cultură financiară satisfăcătoare.

c. ***Sunt broker specialist*** – am investit pentru clienții mei în instrumente financiare variate, cu diferite clase de risc, timp de mai mult de 5 ani. Am fost expus la volatilități excesive ale pieței. Cunosc foarte bine piața și instrumentele în care investesc, mecanismele de funcționare ale pieței precum și riscurile asociate unor astfel de investiții.

2. Eficiența activității dumneavoastre din trecut poate fi caracterizată astfel:

a. ***Foarte bună,*** am marcat pentru clienții mei profituri de 15% în medie, pe an.

b. ***Bună,*** am marcat pentru clienții mei profituri de sub 10% în medie, pe an.

c. ***Slabă,*** am marcat pentru clienții mei pierderi de sub 10% în medie, pe an.

d. ***Foarte slabă,*** am marcat pentru clienții mei pierderi de peste 15% în medie, pe an.

3. Proporția sumelor luate cu împrumut de către clienții dumneavoastră pentru a realiza investiții pe bursa, este:

a. 0–10% din totalul investițiilor.

b. 10–30% din totalul investițiilor.

c. 30–50% din totalul investițiilor.

d. Peste 50% din totalul investițiilor.

4. Ce este mai important pentru dumneavoastră, ca broker, din punct de vedere al randamentului investițiilor:

a. Să obțin întotdeauna cel puțin cât am investit, indiferent de perioadă.

b. Să obțin un randament pozitiv într-un final, chiar dacă pe parcurs, randamentul variază și poate fi uneori chiar negativ.

c. Să obțin un randament real pozitiv.

d. Să câștig pe termen lung.

5. Va rugăm să notați, pe o scară de la 1 la 5, în ce măsură clienții dumneavoastră vă consideră (1 – dezacord total; 2 – dezacord; 3 – neutru; 4 – acord; 5 – acord total):

Chibzuit, conservator:
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Prudent:
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Moderat:
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Dinamic:
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Agresiv:
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

6. Cât de des luați legătura cu clienții dumneavoastră pentru a le comunica starea contului lor:

a. În fiecare zi
b. O data pe săptămână
c. O data pe lună
d. Când mă contactează ei.

7. Majoritatea investițiilor pe care le realizați, au scadența la un orizont de timp de:

a. Câteva zile
b. Câteva săptămâni
c. Câteva luni
d. 1–3 ani
e. Peste 3 ani

8. Scopul fundamental al investițiilor dumneavoastră, este:

a. Păstrarea valorii portofoliilor clienților.
b. Obținerea unor câștiguri constante, care nu se adaugă portofoliului.
c. Obținerea unor câștiguri constante, precum și creșterea valorii portofoliului.
d. Creșterea valorii portofoliului clienților.

9. În mod frecvent, obișnuiți să păstrați sub formă lichidă, sume într-un procent de:

a. 50% sau mai mult, din totalul sumelor destinate investițiilor.
b. 20–50%, din totalul sumelor destinate investițiilor.
c. 0–20%, din totalul sumelor destinate investițiilor.
d. Nu obișnuiesc să păstrez sume neinvestite în instrumente financiare.

10. Ce atitudine luați în cazul în care constatați că o investiție planificată pe o perioadă de 1–3 ani, are o pierdere relativă de 15%:

a. Adopt o atitudine mai agresivă în ceea ce privește strategia de investiții utilizată în cazul acelui portofoliu, astfel încât să acopăr pierderile.
b. Mențin investiția, fără a realiza nici o altă operațiune adițională.
c. Încerc să adaptez strategia de investiție, astfel încât aceasta să fie mai protectivă.
d. Lichidez investiția și marchez pierderea.

11. Ce nivel al volatilității este în concordanță cu atingerea obiectivelor dumneavoastră:

a. Un nivel scăzut al volatilității.
b. Un nivel scăzut spre mediu al volatilității.
c. Un nivel mediu al volatilității.
d. Un nivel mediu spre ridicat al volatilității.
e. Un nivel ridicat al volatilității.

12. Referitor la corelația volatilității și nivelul investițiilor dumneavoastră, ce situație vă caracterizează cel mai bine ?

a. Dacă volatilitatea din piață este ridicată, nivelul investițiilor mele este ridicat.
b. Dacă volatilitatea din piață este ridicată, nivelul investițiilor mele este scăzut.
c. Dacă volatilitatea din piață este ridicată, nivelul investițiilor mele este mediu.

d. Dacă volatilitatea din piața este moderată, nivelul investițiilor mele este ridicat.

e. Dacă volatilitatea din piața este moderată, nivelul investițiilor mele este scăzut.

f. Dacă volatilitatea din piața este moderată, nivelul investițiilor mele este mediu.

g. Dacă volatilitatea din piața este scăzută, nivelul investițiilor mele este ridicat.

h. Dacă volatilitatea din piața este scăzută, nivelul investițiilor mele este scăzut.

i. Dacă volatilitatea din piața este scăzută, nivelul investițiilor mele este mediu.

13. Care considerați că este nivelul dumneavoastră de cunoștințe în domeniul investițiilor (nu numai în piața de capital):

a. Scăzut.

b. Mediu.

c. Înalt.

d. Avansat/expert.

14. Cât de importantă este stabilitatea și predictibilitatea politicii fiscale în stabilirea strategiei dumneavoastră investiționale:

a. Deloc importantă.

b. Importantă într-o mica măsură.

c. Importantă.

d. Extrem de importantă.

15. Cât de importantă este presiunea fiscală în stabilirea strategiei dumneavoastră investiționale:

a. Deloc importantă.

b. Importantă într-o mica măsură.

c. Importantă.

d. Extrem de importantă.

16. Fundamentarea deciziilor dumneavoastră de investire, este rezultatul:

a. Analizei unor rapoarte de analiză atât tehnică cât și fundamentală, realizate de societăți specializate în acest domeniu.

b. Concluziilor propriilor analize de piață.

c. Nu îmi fundamentez în nici un fel deciziile, consider că decizia de moment este cea mai adecvată în investițiile financiare. Eventual folosesc intuiția și flerul personal.

17. Sursele folosite în informarea asupra pieței, sunt (1 – foarte puțin utilizate; 2 – puțin utilizate; 3 – utilizate uneori; 4 – frecvent utilizate; 5 – cel mai des utilizate):

Cărți
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Media (TV/Radio)
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Site-uri în domeniul investițiilor
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Ziare/reviste de specialitate
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Situații financiare ale companiilor
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Rapoartele burselor
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

18. Preferați să realizați tranzacții prin utilizarea:

a. Contului discreționar.

b. Ordinelor telefonice, acceptul tranzacției de către client fiind rezultatul unor schimburi de informații.

c. Ordinelor scrise din partea clienților.

19. Considerați acceptabil un randament net obținut, de:

a. 0–3 %/an

b. 3–10 %/an

c. 10–15 %/an

d. > 15 %/an

20. Ca o impresie generală, considerați că timpul trece:

a. Repede.

b. Încet.

c. Nu m-am gândit niciodată la acest lucru.

21. Ce ați simți dacă valoarea totală a portofoliilor administrate de dumneavoastră, ar avea fluctuații mari, într-o perioadă scurtă de timp:

a. Aș deveni neliniștit, tensionat și aș vinde toate investițiile.
b. Aș deveni neliniștit, tensionat și m-aș gândi să vând o parte din investiții.
c. Aș deveni neliniștit, tensionat dar nu aș vinde nimic.
d. Aș simți cu siguranță adrenalina și aș încerca să speculez lichidarea investițiilor, cu un randament pozitiv.
e. Aș marca pierderile.

22. În mod obișnuit, recomandați clienților dumneavoastră, investițiile în:

a. Acțiuni.
b. Obligațiuni.
c. Produse financiare derivate.
d. Fonduri mutuale.
e. Imobiliare.
f. Depozite bancare.

23. Temerile dumneavoastră legate de strategiile de investiții folosite, se pot cazacteriza astfel (1 – dezacord total; 2 – dezacord; 3 – neutru; 4- acord; 5 – acord total):

Un declin generalizat al pieței.
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Rata inflației.
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Știri, informații nefavorabile în piața.
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Manipularea pieței.
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

24. Considerați acceptabilă marcarea unei pierderi de:

a. 0–3 %/an
b. 3–10 %/an
c. 10–15 %/an
d. > 15 %/an

25. Cât de preocupat sunteți în evitarea marcării pierderilor:

a. Foarte preocupat.
b. Preocupat, însă doar într-o anumită măsură.
c. Foarte puțin preocupat.
d. Nu mă interesează acest aspect.

26. Vă considerați un broker cu:

a. Mare aversiune față de risc.
b. Aversiune medie față de risc.
c. Aversiune scăzută față de risc.
d. Nu dau importanță riscului.

27. Când se realizează tranzacții masive de vânzare, sunteți influențat de panica creată în piață?

a. Foarte puternic.
b. Puternic.
c. Neutru.
d. Puțin.
e. Foarte puțin.

28. Frecvența utilizării diverselor instrumente financiare respectiv al diverselor tipuri de tranzacții, poate fi redată astfel: (1 – foarte puțin utilizate; 2 – puțin utilizate; 3 – utilizate uneori; 4 – frecvent utilizate; 5 – cel mai des utilizate):

Tranzacționarea acțiunilor
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Tranzacționarea obligațiunilor
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Tranzacționarea futures
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Tranzacționarea opțiunilor
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Tranzacții de tip hedging.
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Tranzacții de tip arbitraj.
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Tranzacții speculative.
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

Tranzacții CFD,CDS,ETF sau altele.
1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5 ☐

29. Realizați tranzacții și pe piețe internaționale? (nu numai pe cele din România)

a. Da

b. Nu

30. În calitate de broker, ați fost vreodată sancționat de autoritățile de supraveghere ale pieței (CNVM) cu avertisment sau amendă?

a. Da.

b. Nu.

31. Sunteți absolvent de:

a. Liceu.

b. Facultate.

c. Master.

d. Doctorat.

e. Post doctoral.

32. În ce palier de vârstă vă încadrați?

a. < 25 ani

b. 26–34 ani

c. 35–44 ani

d. 45–60 ani

e. > 61 ani

33. Sunteți:

a. Bărbat

b. Femeie

34. Administrați economii ale clienților dumneavoastră, în sumă totală de:

a. < 1.000.000 lei

b. 1.000.001 – 5.000.000 lei

c. 5.000.000 – 10.000.000 lei

d. > 10.000.000 lei

Date de identificare:

*Numele dumneavoastră

.....

*SSIF .....

*Județ .....

*Funcția deținută în cadrul SSIF

.....

*Telefon .....

*Email .....

(Câmpurile marcate cu * sunt opționale)

Persoană de contact:
doctorand *Ioana Cristina Sechel*
Email: *isechel@yahoo.com*
Telefon: *074*_____ Fax: *0261-*_____

Vă mulțumim
pentru contribuția dumneavoastră!

ANEXA 2

COMPORTAMENTUL INVESTIȚIONAL AL BROKERILOR DIN PIAȚA DE CAPITAL ROMÂNEASCĂ

Chestionarul își propune să reliefeze comportamentul investițional al brokerilor din piața de capital românească, pe baza informațiilor furnizate de dumneavoastră. Datele furnizate au un caracter confidențial și vor fi utilizate doar pentru prelucrări statistice.

Chestionarul cuprinde mai multe tipuri de întrebări. Pentru întrebările cu variante de răspuns, se va alege răspunsul adecvat situației dumneavoastră, iar pentru întrebările ce presupun o scară de evaluare de la 1 la 5, se va nota nivelul importanței atribuite de dumneavoastră situației respective. Vă rugăm să vă gândiți la comportamentul dumneavoastră investițional din ultimii 4–5 ani (din 2010 până în prezent) pentru acordarea răspunsurilor.

Completarea chestionarului durează aproximativ 6–7 minute.

Persoană de contact:
dr. Ioana Cristina Sechel
Email: isechel@yahoo.com
Telefon: 074_____

Vă mulțumesc!

1. Cum ați caracteriza experiența dumneavoastră de broker (agent de servicii de investiții financiare):

☐ Sunt broker începător – am investit pentru clienții mei în 1–2 instrumente financiare, timp de mai puțin de 1 an. Nu am asistat la volatilități excesive ale pieței, însă înțeleg noțiunea de risc asociat unor astfel de investiții. Cunoștințele mele în domeniul financiar sunt scăzute.

☐ Sunt broker cu experiență – am investit pentru clienții mei în instrumente financiare variate, timp de mai mult de 3 ani. Am fost expus la volatilități ridicate ale pieței. Cunosc bine instrumentele financiare în care investesc și dețin o cultură financiară satisfăcătoare.

☐ Sunt broker specialist – am investit pentru clienții mei în instrumente financiare variate, cu diferite clase de risc, timp de mai mult de 5 ani. Am fost expus la volatilități excesive ale pieței. Cunosc foarte bine piața și instrumentele în care investesc, mecanismele de funcționare ale pieței precum și riscurile asociate unor astfel de investiții.

2. Eficiența activității dumneavoastră din trecut poate fi caracterizată astfel:

☐ Foarte bună, am marcat pentru clienții mei profituri de 15% în medie, pe an.

☐ Bună, am marcat pentru clienții mei profituri de sub 10% în medie, pe an.

☐ Slabă, am marcat pentru clienții mei pierderi de sub 10% în medie, pe an.

☐ Foarte slabă, am marcat pentru clienții mei pierderi de peste 15% în medie, pe an.

3. Proporția sumelor luate cu împrumut de către clienții dumneavoastră pentru a realiza investiții pe bursă, este:

☐ 0–10% din totalul investițiilor.

☐ 10–30% din totalul investițiilor.

☐ 30–50% din totalul investițiilor.

☐ Peste 50% din totalul investițiilor.

☐ Nu știu

4. Ce este mai important pentru dumneavoastră ca broker, din perspectiva randamentului investițiilor: (mai multe răspunsuri posibile)

☐ Să obțin întotdeauna cel puțin cât am investit, indiferent de perioadă.

☐ Să obțin un randament pozitiv într-un final, chiar dacă pe parcurs, randamentul variază și poate fi uneori chiar negativ.

☐ Să obțin un randament real pozitiv.

☐ Să câștig pe termen lung.

5. Va rugăm să notați pe o scară de la 1 la 5, în ce măsură clienții dumneavoastră vă consideră:

	1 – dezacord total	2 – dezacord	3 – neutru	4 – acord	5 – acord total
Chibzuit, conservator	☐	☐	☐	☐	☐
Prudent	☐	☐	☐	☐	☐
Moderat	☐	☐	☐	☐	☐
Dinamic	☐	☐	☐	☐	☐
Agresiv	☐	☐	☐	☐	☐

6. Cât de des luați legătura cu clienții dumneavoastră pentru a le comunica starea contului lor:

☐ În fiecare zi

☐ O dată pe săptămână

☐ O dată pe lună

☐ Când mă contactează ei.

7. Majoritatea investițiilor pe care le realizați, au scadența la un orizont de timp de:

☐ Câteva zile

☐ Câteva săptămâni

☐ Câteva luni

☐ 1–3 ani

☐ Peste 3 ani

8. Scopul fundamental al investițiilor dumneavoastră, este: (mai multe răspunsuri posibile)

☐ Păstrarea valorii portofoliilor clienților

☐ Obținerea unor câștiguri constante, care nu se adaugă portofoliului.

☐ Obținerea unor câștiguri constante, precum și creșterea valorii portofoliului

☐ Creșterea valorii portofoliului clienților.

9. În mod frecvent, obișnuiți să păstrați sub formă lichidă, sume într-un procent de:

☐ 50% sau mai mult, din totalul sumelor destinate investițiilor.

☐ 20–50%, din totalul sumelor destinate investițiilor.

☐ 5–20%, din totalul sumelor destinate investițiilor.

☐ Nu obișnuiesc să păstrez sume neinvestite în instrumente financiare

10. Ce atitudine luați în cazul în care constatați că o investiție planificată pe o perioadă de 1–3 ani, are o pierdere relativă de 15%:

☐ Adopt o atitudine mai agresivă în ceea ce privește strategia de investiții utilizată în cazul acelui portofoliu, astfel încât să acopăr pierderile.

☐ Mențin investiția, fără a realiza nici o altă operațiune adițională.

☐ Încerc să adaptez strategia de investiție, astfel încât aceasta să fie mai protectivă.

☐ Lichidez investiția și marchez pierderea.

11. Ce nivel al volatilității este în concordanță cu atingerea obiectivelor dumneavoastră:

☐ Un nivel scăzut al volatilității.

☐ Un nivel scăzut spre mediu al volatilității.

☐ Un nivel mediu al volatilității.

☐ Un nivel mediu spre ridicat al volatilității.

☐ Un nivel ridicat al volatilității.

12. Care considerați că este nivelul dumneavoastră de cunoștințe în domeniul investițiilor (nu numai în piața de capital):

☐ Scăzut.

☐ Mediu.

☐ Înalt.

☐ Avansat/expert.

13. Cât de importantă este stabilitatea și predictibilitatea politicii fiscale în stabilirea strategiei dumneavoastră investiționale:

	1	2	3	4	
Deloc importantă	☐	☐	☐	☐	Extrem de importantă

14. Cât de importantă este presiunea fiscală în stabilirea strategiei dumneavoastră investiționale:

	1	2	3	4	
Deloc importantă	☐	☐	☐	☐	Extrem de importantă

15. Fundamentarea deciziilor dumneavoastră de investire, este rezultatul:

☐ Analizei unor rapoarte de analiză atât tehnică cât și fundamentală, realizate de societăți specializate în acest domeniu

☐ Concluziilor propriilor analize de piață.

☐ Nu îmi fundamentez în nici un fel deciziile, consider că decizia de moment este cea mai adecvată în investițiile financiare. Eventual folosesc intuiția și flerul personal.

16. Sursele folosite în informarea asupra pieței, sunt:

	Foarte puțin utilizate	Puțin utilizate	Utilizate uneori	Frecvent utilizate	Cel mai des utilizate
Cărți	☐	☐	☐	☐	☐
Media (TV/Radio)	☐	☐	☐	☐	☐
Site-uri în domeniul investițiilor	☐	☐	☐	☐	☐
Ziare/reviste de specialitate	☐	☐	☐	☐	☐
Situații financiare ale companiilor	☐	☐	☐	☐	☐
Rapoartele burselor	☐	☐	☐	☐	☐

17. Preferați să realizați tranzacții pentru clienții dumneavoastră, prin utilizarea:

☐ Contului discreționar.

☐ Ordinelor telefonice, acceptul tranzacției de către client fiind rezultatul unor schimburi de informații.

☐ Ordinelor scrise din partea clienților.

18. Considerați acceptabil un randament net obținut, de:

☐ 0–3 %/an

☐ 3–10 %/an

☐ 10–15 %/an

☐ > 15 %/an

19. Ca o impresie generală, considerați că timpul trece:

☐ Repede.

☐ Încet.

☐ Nu m-am gândit niciodată la acest lucru.

20. Ce ați simți dacă valoarea totală a portofoliilor administrate de dumneavoastră, ar avea fluctuații mari, într-o perioadă scurtă de timp:

☐ Aș deveni neliniștit, tensionat și aș vinde toate investițiile.

☐ Aș deveni neliniștit, tensionat și m-aș gândi să vând o parte din investiții.

☐ Aș deveni neliniștit, tensionat dar nu aș vinde nimic.

☐ Aș simți cu siguranță adrenalina și aș încerca să speculez lichidarea investițiilor, cu un randament pozitiv.

☐ Aș marca pierderile.

21. În mod obișnuit, recomandați clienților dumneavoastră, investițiile în: (mai multe răspunsuri posibile)

☐ Acțiuni.

☐ Obligațiuni.

☐ Produse financiare derivate sau structurate.

☐ Fonduri mutuale.

☐ Imobiliare.

☐ Depozite bancare.

22. Temerile dumneavoastră legate de strategiile de investiții folosite, se pot caracteriza astfel:

	Dezacord total	Dezacord	Neutru	Acord	Acord total
Un declin generalizat al pieței.	☐	☐	☐	☐	☐
Rata inflației.	☐	☐	☐	☐	☐
Știri, informații nefavorabile în piața.	☐	☐	☐	☐	☐
Manipularea pieței.	☐	☐	☐	☐	☐

23. Considerați acceptabilă marcarea unei pierderi de:

☐ 0–3 %/an

☐ 3–10 %/an

☐ 10–15 %/an

☐ > 15 %/an

24. Cât de preocupat sunteți în evitarea marcării pierderilor:

☐ Foarte preocupat.

☐ Preocupat, însă doar într-o anumită măsură.

☐ Foarte puțin preocupat.

☐ Nu mă interesează acest aspect.

25. Vă considerați un broker cu:

☐ Mare aversiune față de risc.

☐ Aversiune medie față de risc.

☐ Aversiune scăzută față de risc.

☐ Nu dau importanță riscului.

26. Când se realizează tranzacții masive de vânzare, sunteți influențat de panica creată în piață?

☐ Foarte puternic

☐ Puternic.

☐ Influențat într-o oarecare măsură.

☐ Puțin.

☐ Foarte puțin.

27. Frecvența utilizării diverselor instrumente financiare respectiv a diverselor tipuri de tranzacții, poate fi redată astfel:

	Foarte puțin utilizate	Puțin utilizate	Utilizate uneori	Frecvent utilizate	Cel mai des utilizate
Tranzacționarea acțiunilor	☐	☐	☐	☐	☐
Tranzacționarea obligațiunilor	☐	☐	☐	☐	☐
Tranzacționarea futures	☐	☐	☐	☐	☐
Tranzacționarea opțiunilor	☐	☐	☐	☐	☐
Tranzacții de tip hedging	☐	☐	☐	☐	☐
Tranzacții de tip arbitraj.	☐	☐	☐	☐	☐
Tranzacții speculative.	☐	☐	☐	☐	☐
Tranzacții CFD,CDS,ETF sau altele	☐	☐	☐	☐	☐

28. Realizați tranzacții și pe piețe internationale?

☐ DA

☐ NU

29. În calitate de broker, ați fost vreodată sancționat de autoritățile de supraveghere ale pieței cu avertisment sau amendă?

☐ DA

☐ NU

30. Sunteți absolvent de:

☐ Liceu

☐ Facultate

☐ Master

☐ Doctorat

☐ Post doctorat

31. În ce palier de vârstă vă încadrați?

☐ < 25 ani

☐ 26–34 ani

☐ 35–44 ani

☐ 45–60 ani

☐ > 61 ani

32. Administrați economii ale clienților dumneavoastră, în sumă totală de:

☐ < 1.000.000 lei

☐ 1.000.000 – 5.000.000 lei

☐ 5.000.000 – 10.000.000 lei

☐ > 10.000.000 lei

33. Sunteți:

☐ Bărbat

☐ Femeie

ANEXA 3

Structura celor două interviuri desfășurate în perioada iunie-iulie 2012 respectiv februarie-martie 2014. În ambele cazuri grupul țintă a fost reprezentat de agenți de servicii de investiții financiare autorizați pe piața de capital din România.

Întrebările interviului:

1 *„Considerați că rata inflației poate afecta atingerea obiectivelor dumnevoastră investiționale? În ce măsură și în ce fel?”*

2 *„Considerați că eventualele știri sau informații nefavorabile ajunse în piață pot afecta obiectivele dumneavoastră investiționale?”*

3 *„Vă e teamă ca un posibil declin generalizat al pieței va afecta obiectivele dumneavoastră investiționale?”*

4 *„Vă este teamă de faptul că piața de capital românească ar putea fi manipulată la un moment dat?”*

"Cercetarea a pornit de la ipoteza că există diferențe majore în comportamentul brokerilor din piața de capital românească, dacă privim lucrurile din perspectiva a două momente diferite în timp: criza respectiv relansarea economică.

Lucrarea se axează pe studiul comportamentului investițional al brokerilor din piața de capital românească, așadar principalul scop al acesteia este de a scoate în evidență elementele care pot contura comportamentul investițional al brokerilor atât în condiții de criză cât și în condițiile relansării economice.

Principalele elemente pe care le-am avut în vedere se referă la cultura investițională, percepția riscului, nivelul acceptat al volatilității, scadența investițiilor realizate, recomandările pe care brokerii le fac clienților lor dar și factori de natură subiectivă ce intervin în luarea deciziei de investire.

Finalul lucrării conturează un profil al brokerilor activi în piața de capital românească prin analizarea reacțiilor acestora în ceea ce privește luarea deciziei de investire în condiții de criză respectiv în condițiile relansării economice."

Ioana Sechel

ISBN: 978-606-37-0792-6